الجــامعة الإســلامية فــي لبنـــان
كليـــــــــة الحقـــــــــوق

التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار في القانون المقارن

رسالة أعدت لنيل شهادة الماستر في القانون الخاص

إعداد الطالب

محمد عبد القادر محمد أمين

لجنة المناقشة

الأستاذ الدكتور أمين حطيط	رئيساً
الدكتورة عزّة سليمان	عضواً
الدكتورة ريما فرج	عضواً

خلدة

٢٠١٥

إنَّ كليَّة الحقوق في الجامعة الإسلامية في لبنان، غير مسؤولة عن الآراء الواردة في هذه الرسالة، وهي تُعبِّر عن رأي كاتبها فقط.

الآية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿نَرْفَعُ دَرَجَاتٍ مِّن نَّشَآءُ وَفَوْقَ كُلِّ ذِى عِلْمٍ عَلِيمٌ﴾.

صَدَق اللَّهُ العَلىَّ الْعَظِيمِ

سورة يوسف– الآية [٧٦]

الإهداء

اهدي ثمرة جهدي هذا

إلى.........

من أنار دربنا بالإسلام.....نبينا محمد (ﷺ)

إلى........

أمي التي ربتني صغيراً وحملت همي كبيراً...

أبي الذي لم يدخر جهداً في مؤازرتي من أجل إنجاز هذا العمل...

أرجو الله أن يجازيهم خير الجزاء على وقوفهما إلى جانبي...

وإلى كامل أفراد أسرتي وأصدقائي، وكل من أعانني من قريب أو من بعيد.....

إلى........

كل باحث يشعل شمعه ينير فيها طريق العلم

الشكر والتقدير

بدايةً، أتوجه بالشكر إلى الجامعة الإسلامية في لبنان، وإدارتها التي تشرَّفت بالانتماء إليها، والمتمثِّلة برئيسها الأستاذ الدكتور حسن الجلبي، وإلى عمادة كلية الحقوق، ممثَّلة بنائب العميد الأستاذ الدكتور رامز عمَّار.

كما لا يسعني وأنا أنهي هذا البحث إلاَّ أنْ أتقدَّم بجزيل شكري وفائق تقديري واحترامي إلى الأستاذ الدكتور أمين حطيط الذي تفضل مشكوراً بقبول الإشراف على هذه الرسالة، والذي كان لآرائه السديدة، وتوجيهاته القيِّمة، أبلغ الأثر في إغنائها بالمادة العلمية الرصينة شكلاً ومضموناً.

وأتقدم بخالص شكري ووافر الامتنان إلى الدكتورة عزة سليمان على تشريفها لنا بقبول الاشتراك في لجنة الحكم على الرسالة.

كما أخص بالشكر الجزيل إلى الدكتورة ريما فرج لتفضلها بقبول الاشتراك في لجنة الحكم على الرسالة.

وختاماً،أاتقدم بالشكر لكلّ مَن ساندني، ولو بكلمة تشجيع، فجزا الله الجميع عني خير الجزاء، إنَّه هو السميع المجيب.

المقدمـــة

لا شكّ في أنَّ الإنسان في طبيعته كائن اجتماعي، يتفاعل مع الأفراد والبيئة المحيطة به، بما يحقّق أهدافه المختلفة ومصالحه الشخصية المتنوعة، وكذلك مصالح المجتمع الذي يعيش فيه، فإنَّ من تفاعل الأفراد مع الأفراد ومع المجتمع، تنشأ مصالح شخصية للأفراد وللجماعة أيضاً، وتلك المصالح يتمُّ التعبير عنها من خلال البحث عن مصادر لتنمية أموالهم، بهدف تحقيق طموحاتهم وآمالهم المختلفة، وقد تطوَّرت تنمية أموال الأفراد عبر مراحل زمنية مختلفة، ترافقت مع تطوُّر المؤسَّسات في تأدية خدمة توظيف المال لأفراد المجتمعات، الذين يبحثون عن المؤسَّسات التي تتمتَّع بدرجة قليلة من المخاطر لاستثمار رؤوس أموالهم، مع تحقيق عائد مناسب، وعادةً ما تكون هذه المؤسَّسات قائمة على إيجاد مكان يتمُّ استثمار رأس المال فيه، ويتمتع بأقل درجة ممكنة من المخاطر، وقد تكون هذه المؤسسات قائمة على تعاون الأفراد في ما يسمى بالشركات والمصارف المالية التي تقوم بإدارة وتوظيف أموال أفراد المجتمع في تنفيذ المشروعات التي لا يستطيع الفرد القيام بها بمفرده؛ هذا، وتقوم هذه الشركات بتوظيف الأموال عبر ما يسمى بـ"صناديق الاستثمار".

فصناديق الاستثمار، تبلوَر وجودها نتيجة ظهور شركات الاستثمار، وذلك نتيجة الثورة الصناعية التي حدثت في أوروبا في منتصف القرن الثامن عشر، إيذاناً بانعطافة جديدة وحادة في تاريخ البشرية؛ حيث غيَّرت الكثير من أنماط الحياة، وطرُق العيش، وطوَّرت مفاهيم، وغيَّرت مفاهيم، ولعلَّ أبرز ما نتج عنها مفردتان تركتا آثارهما على شعوب العالم وحكوماته، وهما: الاستثمار، والاستعمار.

فالاستثمار، تقوم به الشركات الإنتاجية الكبرى، أما الاستعمار، فهو البحث عن المادة الخام لهذه المنتجات في أي مكان من العالم، وعن أسواق يتمُّ بَيع هذه المنتجات فيها. والواقع أنَّ الاستثمار كان له وقع آخر، في حياة الناس وواقعها، إلى درجة أنَّه أصبح ضرورة لا بدّ منها – على الأقل – للدوَل التي تسعى إلى النهوض، وإلى تنمية طاقاتها، وقدراتها، وإمكاناتها؛ فتغيير نمط حياة المجتمعات من مجتمعات رعوية زراعية –لا تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لتُصبح مجتمعات صناعية كبيرة– فتح الباب واسعاً أمام ما عُرِفَ بشركات الاستثمار التي تقوم بتجميع رؤوس الأموال من أجل إقامة المصانع التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة، قد لا يستطيع الأفراد امتلاكها.

وقد ظهرت شركات الاستثمار هذه – أوَّل ما ظهرت – في هولندا في القرن التاسع عشر، ومن ثمَّ في فرنسا، وبعدها في بريطانيا، ثمَّ ما لبثت شركات الاستثمار هذه أنْ نتج عنها ما عُرِفَ بصناديق الاستثمار التي ظهرت لأوَّل مرة في ثلاثينيات القرن المنصرم (القرن العشرين).

ثمَّ لم تلبث هذه الشركات، وهذه الصناديق في أعقاب الحرب العالمية الثانية أنْ انتشرت في الولايات المتحدة الأمريكية وازدهرت فيها بشكل غير مسبوق؛ حيث استطاعت صناديق الاستثمار أنْ تنمو في الأسواق المالية (البورصات)، خاصة في العقد الأخير من القرن المنصرم، فتزايدت أعدادها، وتنوَّعت وظائفها، نتيجة الخبرات التي كان يتحلَّى بها المسؤولون عنها، ولأدائهم الجيِّد الذي أثبت تفوق هذا الصناديق – من حيث تنمية رؤوس أموال المُودعين فيها – على غيرها من المجالات الاستثمارية الأخرى.

أمَّا في الدول النامية، ونظراً لمحدودية مدخرات المُستثمرين، فإنَّهم يقومون باستثمار أموالهم في صناديق استثمار محدودة، بشكل عام، بعيداً عن الاستثمار بقوَّة في الأوراق المالية نظراً لعدم إمكانية الاستثمار عبر شراء تشكيلة من تلك الأوراق، وإنْ تبيّن في ما بعد أنَّ محدودية المدخرات لا تُعتبر سبباً للإحجام عن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية.

وفي السياق ذاته، فإنَّ التطورات الاقتصاديَّة والمالية أسهمت إلى حدٍّ كبير في نشوء شركات الاستثمار؛ حيث إنَّ التطورات الاقتصاديَّة والمالية ساعدت على قيام نظام اقتصادي يستند إلى منظومة متشابكة من العلاقات والمصالح الاقتصاديَّة على الصعيد الوطني في كلِّ دولة، بحيث أدَّى إلى هيمنة النظام الرأسمالي والتحوُّل إلى اقتصاد السوق[١]، فالتنمية والبناء والنهوض، شكلوا الهدف الرئيس لاستراتيجيات الدوَل وعمودها الفقري لبلوغ غاياتها في التنمية الاقتصاديَّة، وتلك المعطيات لا تتجسَّد على أرض التطبيق إلاَّ من خلال الاعتماد على الأسواق المالية؛ لذلك، جنحت أغلب الدول إلى الرأسمالية كشكل من أشكال نظامها الاقتصادي، وركَّزت اعتمادها على الأسواق المالية نتيجة استغلالها للمال واستثماره خدمةً لإعادة النهوض في مؤسَّساتها، وتجنّباً للمخاطر الاقتصاديَّة في حال لجوء الدول إلى الاقتراض الخارجي من الدول المانحة الأخرى، والتوجّه إلى الاقتراض الداخلي عن طريق تنشيط الأسواق

---

(١) اقتصاد السوق أو الاقتصاد الحر، ويسمَّى كذلك بالاقتصاد الرأسمالى هو النظام الاقتصادي لليبرالية الكلاسيكية التى تكون الليبرالية الاقتصاديَّة مكوّناً أساسياً فيها، وفكرة الاقتصاد الحر تعنى عدم تدخل الدولة فى الأنشطة الاقتصاديَّة وترك السوق يضبط نفسه بنفسه. والليبرالية تعتمد بالأساس على فكرة الحرية الفردية، ولمعرفة فكرة الاقتصاد الحر أو اقتصاد السوق بشكل إيجابى فسيكون التعريف هو أنَّ الفرد وُلِدَ حراً؛ بالتالى، فإنَّ له الحرية فى أنْ يقوم بأيّ نشاط اقتصادي. أما تعريف اقتصاد السوق بشكل سلبي، فهو أنَّ على الدولة ألاَّ تقوم بأي نشاط اقتصادي يستطيع فرد أو مجموعة أفراد القيام به؛ للمزيد من التفاصيل حول هذا الموضوع، ينظر: طه عبدالعليم، حول مفهوم الاقتصاد الحر، مقال منشور على الموقع الإلكتروني لجريدة الأهرام المصرية، قسم قضايا وآراء، العدد ٤٤١٠٦، ٢٠٠٧: http://www.ahram.org.eg/Archive/2007/9/9/OPIN3.HTM ، تاريخ الزيارة: ١٢-١-٢٠١٥.

المالية عبر المؤسَّسات المالية التي تعمل كوسيط بين المدخرين والمشاريع الإنتاجية التي تعكس إيرادات على الجانبين، هذا من جهة؛ ومن جهة أخرى، إنَّ وفرة الأدوات المالية مثل الأسهم والسندات وتطعيمها بخبرات كفوءة مهنية يسهم في تمويل المشروعات، عن طريق الاكتتاب بصورة مباشرة، وإدارة محافظ الأوراق المالية بصورة غير مباشرة، عن طريق صناديق الاستثمار [١].

إلَّا أنَّ التطوُّر الذي حصل يتعلق بإيجاد فرص استثمارية لمحدودي الموارد عن طريق ظهور شركات متخصِّصة في بناءٍ، وتأسيس، وإدارة تشكيلات صناديق من الأوراق المالية، وما أُطلق عليه صناديق الاستثمار بما يتلاءم مع ما لديهم من مدخرات وموارد مالية، بحيث تكون عملية استخدام المُستثمرين لصناديق الاستثمار تمثِّل جزئياً أسلوباً من أساليب الحفاظ على قيمة النقود. وتقوم الفكرة على إيجاد مكان يتمُّ استثمار رأس المال فيه، ويمكن أنْ يكون هذا المكان بنكاً، أو شركة، أو من خلال صناديق الاستثمار؛ حيث إنَّ تلك المشاريع الاستثمارية تعود على هؤلاء المُستثمرين بالمنفعة والعائد المقبول بصفة خاصة، وعلى الاقتصاد الوطني بصفة عامة. الأمر الذي أسهم في تنشيط سوق الأوراق المالية؛ حيث تقوم تلك الشركات الاستثمارية أيضاً، بلعب دورٍ غايةً في الأهمية، يتمثّل في إدارة واستثمار أموال المُستثمرين الذين لا يتمتَّعون بالدراية الكافية والخبرة في كيفية استثمار أموالهم؛ حيث تقوم هذه الشركات باستثمار أموالهم في حافظات متنوِّعة من الأسهم، والسندات، وأدوات سوق المال، وبهذا تشكِّل شركات الاستثمار وعاءً ادخارياً، نتيجة إدارة استثمار أموال الأفراد عن طريق إنشاء صناديق الاستثمار.

فجميع صناديق الاستثمار تعمل بشكلٍ متشابه؛ حيث تقوم هذه الصناديق بتجميع أموال المُستثمرين في حافظة أوراق مالية، بحيث تتمكَّن إدارة الصناديق من الحصول على الأوراق المالية المختلفة مثل: الأسهم لصناديق الأسهم والسندات لصناديق السندات، وكذلك تحدِّد أهداف صناديق الاستثمار أنواع الاستثمارات التي تشكِّل محور عملها وغاياتها، كاستثمار نموّ رأس المال، فيقوم الصندوق بالاستثمار من أسهم النمو.

ويتنامى دور صندوق الاستثمار في جميع دول العالم بسبب تلبية رغبات صغار المُستثمرين باستثمار أموالهم المحدودة، بالإضافة إلى تلبية رغبات أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة، الذين يعجزون عن استثمارها، وذلك لنقص الخبرة في التعامل داخل الأسواق المالية، حيث تساعد الإدارة المحترفة لصناديق الاستثمار على استثمار أموال المدخرين بشكلٍ مناسب.

---

(١) عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١٠، ص٥.

ونجد أنَّ معظم الفقهاء قد اهتموا بصناديق الاستثمار، إذ إنّهم تناولوها من ناحية التكييف الفقهي، في حين عالجها الباحثون الاقتصاديون من الناحية الاقتصاديَّة، ودرجة تأثيرها على أسواق الأوراق الماليَّة؛ أمّا في بحثنا هذا، فسوف سنتكلم عن "**التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار في القانون المقارن**".

بناءً على ذلك، فإنَّ البحث يهدف إلى تسليط الضوء على جميع تفاصيل التنظيم القانوني بشأن صناديق الاستثمار التي عرفتها فرنسا، ومصر، والتي تُلقي بظلالها على العراق، وعلى سائر الدول الأخرى في هذا المجال؛ وذلك من أجل التعرُّف على الأحكام الخاصة بتكوين صناديق الاستثمار. فمثلاً، نجد أنَّ المشرِّع الفرنسي قد أقرَّ عدَّة قوانين ومراسيم تشريعيَّة بهدف تنظيم هذه الصناديق، أبرزها: قانون ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر سنة ١٩٨٨، الخاص بالاستثمار المشترك. أمّا في البلاد العربيَّة، فالأمر مختلف بعض الشيء، إذ تُعتبر تجربة صناديق الاستثمار تجربة حديثة، ففي مصر مثلاً، لم تظهر فيها، إلاَّ بعد صدور قانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال، وهو يُعدُّ بمثابة الإطار التشريعي لصناديق الاستثمار في مصر.

والجدير بالذكر، أنَّ هناك بعض الدول العربيَّة، التي بدأت تتجه نحو إدخال هذه الصناديق إلى بلدانها، مثل لبنان، الذي نظَّم عمل هذه الصناديق بقانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ المتعلق بهيئات الاستثمار المشترك، والقيم المنقولة، وسائر الأدوات المالية. وكذلك المملكة الأردنية الهاشمية، حيث تمَّ تنظيم هذه الصناديق من خلال قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢، إلاَّ أنّ التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار وفق التشريعين الأخيرين – اللبناني والأردني– سبَّب عدم إقدام المُستثمرين – في بعض الأحيان– على استثمار أموالهم، وذلك بسبب عدم وضوح بنودهما، وصعوبة تفسيرهما وفهمهما.

أمّا بالنسبة للتشريع العراقي، فإنّه يخلو – تماماً– من أيّة معالجة قانونية لصناديق الاستثمار، ولعلّ مرد ذلك، يعود إلى الأحداث التي مرَّ بها العراق خلال فترات الحروب، والتي أدَّت إلى حدوث فراغ تشريعي في هذا الشأن. وعندما صدرت التشريعات التي تنظِّم أسواق المال، وعمل المصارف والشركات، بعد (٩ نيسان/أبريل ٢٠٠٣)، فإنّها صدرت بشكل متعجِّل، وناقص وغير متكامل، وتمّت صياغتها بلغة ركيكة. ولهذا، يجب وضع دراسة تُعنى بمواضيع الاستثمار المالي ضمن نظام قانوني موحَّد، لا يعاني من عدم التماسك، كما هو في قانون الشركات الحالي، رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدَّل بالأمر (٦٤) لسنة ٢٠٠٤ والصادر عن سلطة الائتلاف، والذي لم ينصُّ على صناديق الاستثمار كمكوِّن من مكونات محفظة الأوراق الماليَّة، فضلاً عن عدم النص على شركات إدارة المحافظ الاستثماريَّة صراحة. كما لم ينظِّم الوسائل القانونيَّة لإدارة صناديق الاستثمار تنظيماً متكاملاً.

أولاً: إشكالية البحث:

لذلك، تتمثَّل إشكالية البحث في الإجابة على السؤال الرئيس الآتي: هل حقَّقت التشريعات المقارنة في ما يتعلق بالتنظيم القانوني لصناديق الاستثمار، الغاية المرجوّة منه، لكي يحتذي بها المشرِّع العراقي لدى قيامه بسدِّ الفراغ التشريعي بشأن صناديق الاستثمار، ووضع تنظيم قانوني لإنشاء هذه الصناديق في العراق؟

وعليه، سنجيب على التساؤلات التي تُثار خلال معالجتنا لموضوع التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار في القانون المقارن، ومن أبرزها:

- ما هو دور صناديق الاستثمار في تحفيز الاقتصاد الوطني؟
- ما هي مخاطر انحراف صناديق الاستثمار الماليَّة والاقتصاديَّة ؟
- ما هي البنية القانونية الواجب توافرها في هذه التشريعات لإنشاء وتأسيس صناديق الاستثمار؟
- ما هي الضوابط القانونية في هذه التشريعات لقيام إدارة ناجحة لصناديق الاستثمار؟
- ما هي الضوابط القانونيَّة لمراقبة صناديق الاستثمار، ومنعها من التجاوز؟

ثانياً: منهجية البحث:

سنعتمد في هذه الرسالة على المنهج الوصفي، والتحليلي، والمقارن، مستندين في المقام الأوَّل على دراسة النصوص القانونية المتعلقة بمجال البحث والتعليق عليها، وذلك لمعرفة عناصر التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار.

ثالثاً: خطة البحث:

من أجل الإحاطة بجميع جوانب موضوع هذا البحث، فقد ارتأينا تقسيمه إلى فصلين، تسبقهما مقدّمة، وتعقبهما خاتمة، وذلك وفقاً للتفصيل التالي: الفصل الأوَّل ماهية صناديق الاستثمار وهو ينقسم بدوره إلى مبحثين، حيث سنتناول في المبحث الأوَّل، مفهوم صناديق الاستثمار، وسنتناول في المبحث الثاني، ميزات صناديق الاستثمار.

أما الفصل الثاني، فسنعالج من خلاله البنية القانونية لصناديق الاستثمار، وهو ينقسم أيضاً إلى مبحثين، سيكون موضوع المبحث الأوَّل، إجراءات تأسيس صناديق الاستثمار وانقضاؤها، بينما موضوع المبحث الثاني، هو إدارة صناديق الاستثمار والرقابة عليها.

الفصل الأوَّل

ماهية صناديق الاستثمار

تمهيد:

تُعتبر صناديق الاستثمار من أهم النشاطات الاقتصاديَّة، من حيث دورها في تنشيط الأسواق الماليَّة وتطويرها بشكل خاص، بالإضافة إلى أثرها الإيجابي في نمو الحركة الاقتصاديَّة وازدهارها؛ وذلك من خلال تجميع أموال المدخرين، واستثمارها في مشاريع اقتصاديَّة كبرى، وهو ما ينعكس على الحركة الاقتصاديَّة بشكل إيجابي، من حيث إنشاء رؤوس الأموال اللازمة للانتاج.

وقد أدَّى اتِّساع دائرة التفكير الاقتصادي إلى انتشار المشاريع التجاريَّة والصناعيَّة الضخمة التي تتطلَّب على اختلاف أنواعها أموالاً طائلة، يعجز الفرد وحده، عن القيام بأعبائها، الأمر الذي عزَّز الحاجة إلى التضامن المالي، وهو ما يمكن تأمينه عبر شركات المساهمة التي تهيء سبُل استخدام موارد أفرادها في الأعمال الصناعيَّة والتجاريَّة، وذلك عن طريق تمكين كلّ فرد من استخدام أمواله، على أنْ لا يتحمَّل المخاطر إلاَّ بقدر ما اكتسب أو ما اقترض[1].

وإذا كانت صناديق الاستثمار قد ازدهرت في الدول الغربيَّة وتطوَّرت، مقارنةً بها في الدول العربيَّة، فذلك يعود لأسباب عديدة، أهمها أنَّها بدأت في وقت مبكر في الدول الغربيَّة التي كانت تعيش حراكاً اجتماعياً، وسياسياً، واقتصادياً، تمثَّل بالثورة الصناعية والثورات التحرُّرية، خاصة منها الثورتان الفرنسية والأمريكية، بينما كانت المنطقة العربيَّة تعيش أواخر أيام السلطنة العثمانية التي كانت تُعرف بالرجل المريض، ثمَّ لمَّا انتهت السلطنة العثمانية، وجدت المنطقة العربيَّة نفسها مكبَّلة بقيود الانتدابات، خاصة في النصف الأوَّل من القرن العشرين؛ لذلك، لم تعرف هذه المنطقة الاستثمار في الأوراق المالية من خلال الصناديق الاستثمارية، ولم تقم أسواق المال (البورصات)[2]، إلاَّ في فترة متأخرة، ما يعني أنَّنا في المنطقة العربيَّة ما زلنا في بداية عهدنا في مجال الأسواق المالية وصناديق الاستثمار. وتأسيساً على ما تقدَّم، سنتناول في هذا الفصل مفهوم صناديق الاستثمار في **مبحث أوَّل** وميزات صناديق الاستثمار في **مبحث ثانٍ**.

---

(١) محمد يوسف ياسين، البورصة، الطبعه الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٤، ص١٢.

(٢) البورصات: اسم فرض نفسه على جميع لغات العالم، حيث تُعتبر البورصات اليوم ذات أهميَّة كبرى للاقتصاد العالمي، من حيث تنشيطها للحركة المالية، ولكونها أداة لقياس اقتصاد العالم وتحريكه، كما تشير إلى حالة القطاع والإنتاج في الاقتصاد المعني؛ للمزيد من التفاصيل راجع: حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصة العالمية، مؤسسة الطويجي للتجارة والطباعة والنشر، القاهرة، ٢٠٠٤، ص١٧.

المبحث الأوَّل

مفهوم صناديق الاستثمار

يرتبط تاريخ صناديق الاستثمار بالتطوُّرات الاقتصاديَّة والاستثماريَّة، التي ترتبط بتطوُّرات سوق الأوراق الماليَّة، كما أنَّ نشأة هذه الصناديق ارتبط بتأسيس عدد من شركات الأموال، بالإضافة إلى إقبال عدد كبير من الحكومات على الاقتراض من مواطنيها أو من الخارج، وذلك لتمويل مؤسَّساتها الدفاعيَّة والاقتصاديَّة، ما أدَّى إلى التداول في الأوراق الماليَّة، التي كان التداول بها في بداية الأمر، يتمُّ عن طريق القرعة في المقاهي إلى أنْ استقرَّ في مبانٍ خاصة به(١).

هذا، وقد اختلف الفقه الغربي والعربي في ضبط تعريف مُحكم، وشامل لصناديق الاستثمار، ولذلك يجب بيان أهم خصائص هذه الصناديق لتمييزها عن غيرها، خاصة أنَّ هناك عدَّة أنواع من صناديق الاستثمار وفقاً لمكوِّناتها الشكليَّة، وحسب الهدف منها. وكذلك لصناديق الاستثمار أهمية بالغة في مجال الأوراق المالية بالإضافة إلى أهميتها في تحفيز الاقتصاد الوطني.

وتأسيساً على ذلك، سنتطرَّق في هذا المبحث، إلى واقع صناديق الاستثمار ونشأتها في **(مطلب أوَّل)**، وإلى أنواع هذه الصناديق وأهميَّتها في **(مطلب ثانٍ)**.

المطلب الأوَّل: واقع صناديق الاستثمار ونشأتها

سنتناول في هذا المطلب عبر فقرتين، واقع صناديق الاستثمار في **(الفرع الأوَّل)**، ونشأتها في **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأوَّل: واقع صناديق الاستثمار

سوف نتناول واقع صناديق الاستثمار في فرعين عبر تعريفها في **(الفقرة الأولى)**، وخصائصها في **(الفقرة الثانية)**.

---

(١) السيد متولي عبد القادر، الأسواق الماليَّة والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، ٢٠١٠، ص٦٣.

الفقرة الأولى: تعريف صناديق الاستثمار

تُعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المُستخدمة في أسواق رأس المال، حيث تتباين، وتتعدَّد التعريفات المتعلِّقة بها.

أما بالنسبة لتعريف صناديق الاستثمار، ففي بداية الأمر سنحاول بيان التعريف اللغوي والاصطلاحي لها، ثمَّ التعريف الفقهي لها، وأخيراً بيان التعريف القانوني، وذلك كما يلي.

البند الأوَّل: التعريف اللّغوي والاصطلاحي

معنى الصندوق لغة: هو الجوالق، والجمع صناديق: الجوالق، والجوالق يعني الوعاء[١].

أمّا المعنى الاصطلاحي للصندوق، فهو لا يختلف عن المعنى اللّغوي؛ وقد "وردت كلمة الصندوق في عبارات الفقهاء"[٢]، ويقصدون بها المكان الذي يُحفظ فيه الشيء.

أمّا الاستثمار لغة: فقد جاء في عدَّة معانٍ. قيل: "ثمَّر الرجل ماله، أي أحسن القيام عليه، ويُقال في الدعاء (ثمر الله ماله)، أي نمَّاه، ولم يرد الفعل ثمَّر في المعاجم اللغويَّة القديمة؛ بل جاء في المعجم الوسيط، استثمر المال، وثمره وهو استخدام الأموال في الإنتاج"[٣].

وبالتالي، يمكن تعريف صناديق الاستثمار لغة على أنَّه: استخدام الأموال لاستثمارها في مكان تحفظ فيه هذه الأموال.

البند الثاني: التعريف الفقهي لصناديق الاستثمار

عرَّف كلّ من الفقه الغربي والفقه العربي صناديق الاستثمار، على النحو التالي:

أوَّلاً: تعريف الفقه الغربي لصناديق الاستثمار:

عرَّفها جانب من الفقه الفرنسي[٤] بأنَّها: "نشاط يتمثَّل في إدارة حافظة الأوراق الماليَّة".

---

(١) أسامة عبد المجيد العاني، صناديق الوقف الاستثماري، دار البشائر الإسلامية، بيروت، ٢٠١٠، ص١٢٢.
(٢) شمس الدين السرخسي، المبسوط، دار المعرفة، بيروت، ١٩٨٦، ص١٤٢.
(٣) الزمخشري أبو القاسم محمود بن عمر بن محمد، أساس البلاغة، دار صادر، بيروت، ١٩٧٩، ص١١٩.
(4) Claud fafa, sociétiés d'investissement et la gestion collective de le pargne experience amerique, éditions Gujas, Paris, 1991, p132.

=

وعرَّفها اتِّجاه من الفقه الإنكليزي بأنَّها: "تنظيم مالي يتمثَّل غرضه الوحيد أو الأساس في تكوين، وإدارة قيَم منقولة لحساب الشركاء، أو مقدّمي الأموال، بتطبيق مبادئ تقسيم المخاطر وتجديدها، والابتعاد إلى أقصى حدّ عن جميع العمليات المتَّسمة بطابع المضاربة أو الضرر"[١].

ثانياً: تعريف الفقه العربي لصناديق الاستثمار:

عرَّف بعض الفقه العربي صناديق الاستثمار، بأنَّها: "صناديق تهدف إلى تكوين، وإدارة محافظ الأوراق الماليَّة"[٢].

وعرَّفها البعض الآخر من الفقه[٣] بأنَّها: "وعاء مالي، لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق الماليَّة، من خلال جهات ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق الماليَّة".

ويُلاحظ على هذا التعريف أنَّه خلط بين مفهوم صناديق الاستثمار، ومفهوم المحفظة الماليَّة؛ والجدير بالذكر أنَّ المعنَيَيْن قد يترادفان، كما في (صناديق الاستثمار، والمحافظ الاستثماريَّة)، ولكن، مع اختلاف بينهما؛ حيث "إنَّ المحفظة الاستثماريَّة تتكوَّن من شخص واحد، يديرها بنفسه، أو يعيِّن مديراً لها"[٤]، وهذا ما لا نجده في صناديق الاستثمار من خلال دراستنا.

ويُعرِّفها البعض الآخر بأنَّها: "الشركة التي تنشأ بين عدد من الأشخاص الطبيعيِّين والمعنويِّين، ويلتزم كلّ منهم بأنْ يقدِّم حصة – عادة ما – تكون أوراقاً ماليَّة بغرض تكوين حافظة من القيَم المنقولة، وإدارتها، واقتسام الأرباح الناشئة عنها"، كما أنَّها وسيلة لتأمين عمليات الاقتصاد القومي عن طريق ربط المدخرات القوميَّة بأسواق المال، بما يحقِّق حماية المُستثمرين، كما أنَّ تلك الصناديق تعمل على تحقيق

مشار إليه لدى: عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠٤، ص٢٦.

(1) Vaghts D', strict law Equity and the <u>corporation</u> in the unity for strict law, London, 1990, P.10.

مشار إليه لدى: علي فوزي إبراهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق الماليَّة، دار النهضة العربيَّة القاهرة، ٢٠٠٨، ص١٤٩.

(٢) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مطبوعات جامعة الكويت، الكويت، ١٩٩٥، ص٢٨.

(٣) منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمُستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ١٩٩٥، ص٤٥.

(٤) هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق الماليَّة لحساب الغير، الطبعه الأولى، دار الفكر الجامعية، عمان، ٢٠٠٤، ص١٦.

عائد أكبر ممَّا تحقِّقه أوجه الاستثمار الأخرى[١].

ويُعرِّفها البعض الآخر بأنَّها: "شركات تتلقَّى الأموال من المُستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق الماليَّة التي تناسب كلّ فئة"[٢].

ويُؤخذ على هذا التعريف، أنَّه يعتبر أنَّ صناديق الاستثمار هي عبارة عن شركات، أي عبارة عن أشخاص معنويَّة؛ بينما لا تملك صناديق الاستثمار الشخصيَّة المعنويَّة وفقاً للرأي السائد، كما أنَّ هناك بعض الفوارق بين صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار، وسوف نوضِّح هذه الفوارق لاحقاً.

ويعرِّفها البعض الآخر[٣] بأنَّها: "جهات تتلقَّى أموالاً من المُدخرين، سواءً أكانوا أفراداً أم هيئات، بهدف تكوين محفظة من الأوراق الماليَّة، كالأسهم، والسندات، وصكوك التمويل، وغيرها من الأوراق الماليَّة؛ وذلك مقابل الحصول على صك، يُسمَّى وثيقة الاستثمار، تعطيه الحق في الحصول على نسبة من كلّ عائد من كلّ استثمار من أوجه استثمارات المحفظة، تعادل نسبة عدد الوثائق التي يمتلكها إلى إجمالي عدد وثائق الاستثمار الصادرة، ويشارك حاملها في نتائج استثمار الصندوق".

ويعرِّفها جانب من الفقه[٤]: "بأنَّها مؤسَّسات خدمات مالية، تستلم النقود من حملة أسهمها، ومن ثمَّ تقوم باستثمار تلك النقود من خلال تكوين حقيبة أوراق مالية متنوِّعة لصالح حملة الأسهم".

وتأسيساً على ما تقدَّم، يتبيَّن أنَّ تعاريف صناديق الاستثمار تعتبرها تجميعاً لرووس الأموال عن طريق أشخاص معنويِّين عامة، أو خاصة، تكون قابلة للتداول مثل: أوراق ماليَّة قابلة للتداول عن طريق الاكتتاب، ويكون الغرض الأساس لهذه الصناديق، هو تكوين محافظ الأوراق الماليَّة وإدارتها.

البند الثالث: التعريف القانوني لصناديق الاستثمار

من خلال الاطلاع على بعض النصوص القانونيَّة لبعض التشريعات، يمكن عرض تعريفها القانوني لصناديق الاستثمار؛ حيث عرَّف المشرِّع الفرنسي لأوَّل مرة صناديق الاستثمار، في المادَّة الأُولى من المرسوم الصادر بتاريخ ٢٨ ديسمبر/كانون الأوَّل ١٩٥٧ المتعلق بصناديق الاستثمار، بأنَّها:

---

(١) منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سابق، ص١٨٦.

(٢) منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت الماليَّة، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤، ص٣٢٢.

(٣) عرفات إبراهيم التهامي، التشريعات الاقتصاديَّة، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠١، ص١٧٧.

(٤) عبد الرحمن مرعي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سوريا (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد ٢٩، العدد الثالث، ٢٠١٣، ص٢٧٩.

"مجموعة من المبالغ المُستثمرة استثماراً قصير الأجل، والمقدَّمة من عدَّة أشخاص يجتمعون على المال المشترك، وحق الملكية الشائعة، ولا يُعتبر هذا المال المشترك شركة، ولا يتمتَّع بشخصيَّة معنويَّة"[١].

وانطلاقاً من هذا النصّ القانوني الذي أتى به المشرِّع الفرنسي في تعريفه للمال المشترك بأنَّه مال متاح، نلاحظ أنَّ الصندوق لا يتمتَّع بالشخصيَّة المعنويَّة، وهذا ما يميِّز صناديق الاستثمار عن الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة؛ وبالتالي، فإنَّ الإحاطة بالتعريف الشامل لصناديق الاستثمار لن تكون إلاَّ من خلال معرفة خصائصه التي تحدِّد ملامحه أو سماته التي تميِّزة.

أمَّا بالنسبة للمشرِّع المصري[٢]، فبموجب قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ المتعلق بقانون سوق رأس المال، يعتبر صناديق الاستثمار من الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، حيث ميَّز بين الصندوق وشركة الإدارة، واعتبرها تنظيماً مالياً على شكل شركات أموال، يتمثَّل غرضها الوحيد في تكوين وإدارة حافظة أوراق ماليَّة (فرضية أو تابعة لصندوق الاستثمار)، مملوكة في ذلك لمقدّمي الأموال، على أساس تقسيم المخاطر، وتحديدها بغية تعظيم الربح مقابل عمولة، وقد نظَّمها المشرِّع المصري في قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، من المواد (٣٥) إلى (٤١)، وكذلك اللائحة التنفيذية في موادها من (١٤٠) إلى (١٨٣)، وقد تم تعديل على بعض نصوص اللائحة التنفيذية من قبل وزير الاقتصاد بموجب قرار رقم ٢٠٩، وذلك سنة ٢٠٠٧.

وقد جاء تعريف صناديق الاستثمار وفقاً لنص المادة (١٤١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ المعدَّل على أنَّه: "وعاء استثماري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جَمَاعياً في الاستثمار في المجالات الوارادة في هذه اللائحة ويديره مدير استثمار مقابل أتعاب"

وعموماً، يمكن القول: إنَّ المشرِّع المصري نصَّ على أنَّه يجوز إنشاء صناديق استثمار المدخرات

---

(١) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٢٨.

(٢) نصَّت المادة (٣٥) من قانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال المصري على أنَّه: "يجوز إنشاء صناديق استثمار تهدف إلى استثمار المدخرات فى الأوراق المالية فى الحدود، ووفقاً للأوضاع التى تبيِّنها اللائحة التنفيذية. ولمجلس إدارة الهيئة أنْ يرخص للصندوق بالتعامل فى القيَم المالية المنقولة الأخرى أو فى غيرها من مجالات الاستثمار طبقاً للقواعد والشروط التى تحدِّدها اللائحة التنفيذية. ويجب أنْ يتَّخذ صندوق الاستثمار شكل شركة المساهمة برأسمال نقدى، وأنْ تكون أغلبية الأعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه المتعاملين معه ممَّن تربطهم به علاقة أو مصلحة، وعلى الصندوق أنْ يعهد بإدارة نشاطه إلى إحدى الجهات المتخصِّصة وفقاً لما تحدِّده اللائحة التنفيذية".

في الأوراق الماليَّة في الحدود، والأوضاع التي تبيّنها اللائحة التنفيذيَّة، ولا يجوز لهذه الصناديق مزاولة أيَّة أعمال مصرفيَّة، وعلى وجه الخصوص، إقراض الغير أو ضمانه، أو المضاربة في العمولات، كما لا يجوز لهذه الصناديق أنْ تتعامل في القيَم المنقولة الأخرى، وغيرها من مجالات الاستثمار، إلاَّ بترخيص خاص من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية.

أمَّا المشرِّع اللبناني، فلم يضع تعريفاً دقيقاً لصناديق الاستثمار، وإنَّما عرَّف صناديق الاستثمار الإسلامية في المادة الأُولى من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥، الخاص بهيئات الاستثمار الجمَاعية بالقيَم المنقولة، وسائر الأدوات الماليَّة، حيث عرَّف الصندوق المشترك للاستثمار المتخصِّص بالتوظيف في الأدوات الماليَّة الإسلامية، وسائر الأدوات الماليَّة، وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

ويُلاحَظ على المشرِّع اللبناني أنَّه لم يعرِّف صندوق الاستثمار بشكلٍ دقيق، واعتبر الهدف من الصندوق هو استثمار الأموال على شكل أوراق مالية تتناسب مع الشريعة الإسلامية.

أمَّا المشرِّع الأردني، فقد عرَّف صناديق الاستثمار في المادة (٢) من قانون الأوراق المالية، رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ على أنَّه: "الصندوق الذي يتمُّ إنشاؤه ويمارس أعماله وفقاً لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه، بهدف الاستثمار في محفظة أوراق مالية أو أصول مالية أخرى لتوفير الإدارة المهنية للاستثمارات الجمَاعية، وذلك بالنيابة عن حملة الأسهم أو الوحدات الاستثمارية في ذلك الصندوق".

ولقد حدَّد المشرِّع الأردني من خلال هذا التعريف هدف الصندوق في تكوين محفظة لأوراق المالية وإدارتها.

الفقرة الثانية: خصائص صناديق الاستثمار

تتَّخذ صناديق الاستثمار الصيغة التعاقديَّة في معظم الدول، وهذا ما يميِّزها عن الصيغة النظاميَّة التي تتَّخذها شركات الاستثمار، فصناديق الاستثمار لها أربع خصائص تميِّزها عن غيرها، وهي:

البند الأوَّل: صناديق الاستثمار تقوم على بنيان ثلاثي الأطراف

يُعتبر الطرف الأوَّل لصناديق الاستثمار هو المؤسِّس للصندوق أو جهة التأسيس، وأيضاً يُسمَّى في بعض الدول بمؤسّس "التريست" (Truster)، ويكون دور المؤسّس فيها كوسيط ما بين الشركات الصناعيَّة والتجاريَّة، وبين أصحاب الأموال؛ وينتهي دور المؤسّس بعد انتهاء تأسيس الصندوق، وقد

يتولَّى إدارة الصندوق باعتباره مدير الصندوق[1].

أمَّا الطرف الثاني، فهو جهة الإدارة التي قد تقوم بها الجهة المؤسَّسة ذاتها بعد انتهاء دورها في تأسيس الصندوق، أو قد تحيل إدارة هذه الصناديق إلى جهة مستقلَّة مختصَّة، وتتكوَّن جهة الإدارة من مدير الاستثمار وأمين الاستثمار؛ حيث يتولَّى كلّ من المدير والأمين مهام إدارة أموال الصندوق، وذلك بعد انتهاء دور المؤسّس، حيث يُسمَّى الأمين في بعض الدول بـ"الوديع" فهو غالباً ما يمثِّل بنكاً؛ حيث تتمثَّل مهمته في حفظ القيَم المنقولة، وعدم استثمارها إلاَّ وفقاً لأوامر المدير، ويكون الحائز المادي والقانوني لأموال الصندوق، ويعمل أيضاً، على حماية (المستثمرين) من المخاطر، وهم أصحاب وثائق الاستثمار[2].

أمَّا الطرف الثالث، وهم المدخرون أو المستثمرون، فإنَّهم يقومون باستثمار أموالهم في الصندوق، ويستفيدون من مزاياه، ويُعرَفون بالمستفيدين. وسوف نتولَّى دراسة كلّ من: مدير الصندوق، والأمين تفصيلاً في بحثنا عند معالجة إدارة صناديق الاستثمار.

البند الثاني: عدم تمتُّع صناديق الاستثمار بالشخصيَّة المعنويَّة

من بين الخصائص المميَّزة لصناديق الاستثمار، والتي تميِّزها عن باقي الشركات والمؤسَّسات الماليَّة العاملة في شركات الأموال أنَّها لا تتمتَّع بالشخصيَّة المعنويَّة، على الرغم من أهميَّة هذه الصناديق، في تنشيط رؤوس الأموال، على عكس الشركات التي تتمتَّع بالشخصيَّة المعنويَّة[3].

وقد تتشابه صناديق الاستثمار بالمقارنة مع غيرها من الشركات والمؤسَّسات الماليَّة من حيث الشكل، أو من حيث طبيعة نشاط كلّ منهما، أو من حيث الهدف؛ ولكنها تختلف عنها، لأنَّها ذات تنظيم فريد في هذا الصدد، فإنَّ المشرِّع المصري قد ميَّز بين الصندوق وبين الشركة المؤسسة للصندوق، رغم الخلط بالمصطلحات بين الشركة المؤسّسة للصندوق، وبين الصندوق في بعض نصوص قانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال، ولائحته التنفيذيَّة؛ غير أنَّ شركة الصندوق هي التي تتمتَّع

---

(١) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص١٦.

(٢) سهام سوادي طعمة الطائي، النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية القانون، جامعة بغداد، ٢٠٠١، ص٥٤. عبد الرحمن السيد قرمان، الجوانب القانونية في إدارة صناديق الاستثمار، ط٢، دار النهضة العربيَّة، القاهر، من دون ذكر تاريخ، ص١٩.

(٣) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص١٨.

بالشخصيَّة المعنويَّة، وتتَّخذ شكل شركة مساهمة برأس مالي نقدي[١].

أمَّا المشرِّع اللبناني، فقد نصَّ بصريح العبارة على عدم تمتُّع صندوق الاستثمار بالشخصيَّة المعنويَّة. فقد نصَّت المواد (١-٤) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ المذكور سالفاً على أنَّه: "لا يتمتَّع "الصندوق" بالشخصيَّة المعنويَّة، ويُعتبر ملكيَّة مشتركة، بالقيَم المنقولة، تُدار وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر، وتُمثَّل هذه الملكية بحصص قابلة للتداول، ولا يُسأل مالكو الحصص عن ديون "الصندوق" إلاَّ بنسبة ما قدَّموه من المال".

وعموماً، يمكن القول: إنَّ صناديق الاستثمار، لا تتمتَّع بالشخصيَّة المعنويَّة؛ ومن ثمَّ فإنَّ ملكيَّة حوافظ الأوراق المالية لا تعود لها، وذلك لأنَّه لا تكون لها ذمَّة مالية مستقلة عن ذمم المُستثمرين، وإنَّما تعود ملكيتها للمُستثمرين أنفسهم؛ وبالتالي، فإنَّ عدم تمتُّع الصندوق بالشخصيَّة المعنويَّة مسألة قانونيَّة مهمَّة تلقي بظلّها على طبيعة الصك، أو الوثيقة، أو الشهادة، التي يصدرها الصندوق، حيث تمثِّل حصة المستثمر، فإنَّها تتضمَّن مجرد حق شخصي للمستثمر قبل الصندوق، كونه مساهماً؛ وأيضاً، يتضمَّن حق ملكية مباشرة للحافظة بقدر الحصة النقدية، أو العينيَّة التي يقدِّمها للاسثمار في الصندوق[٢].

من جانب آخر، فإنَّ بعض التشريعات التي تنظِّم عمل صناديق الاستثمار اعترفت لهذه الصناديق بالشخصيَّة المعنويَّة، مثل التشرِّيع الأردني، حيث جاء في نص المادة (٩٠/أ) من قانون الأوراق الماليَّة الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢، ما يلي: "أ- يجوز إنشاء صندوق استثمار مشترك، يتمتَّع بشخصيَّة اعتباريَّة ذات استقلال مالي وإداري...".

وهكذا، فقد جاء النص صريحاً وواضحاً في تمتّع هذه الصناديق بالشخصيَّة المعنويَّة؛ وبالتالي، يترتَّب على الصندوق - وفقاً للمشرِّع الأردني - بعض المسؤوليات والحقوق القانونيَّة، كحق التقاضي، شأنه في ذلك شأن مَنْ يتمتَّع بهذه الشخصيَّة من الشركات.

البند الثالث: عدم تقيُّد صناديق الاستثمار بفكرة الثبات

إنَّ معظم الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، تتميَّز بثبات رأس المال، وعدم تغيّره، باعتباره أساس عمل الشركة، وإذا كانت هذه الخاصيَّة تميِّز معظم الشركات، إلاَّ أنَّ صناديق الاستثمار

---

(١) راجع المادة (٣٥) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص١٨.

خرجت عن هذه القاعدة، أي إنَّها لا تتقيَّد بفكرة ثبات رأس المال، على عكس الشركات – عموماً – التي تتقيَّد بها، الأمر الذي يُوجب على المديرين الحصول على موافقة الشركاء – مقدماً – على تغير رأس المال بالزيادة أو بالانخفاض، ومتى كان صندوق الاستثمار غير مقيَّد بهذه الفكرة، جاز له في كلّ وقت تلقِّي مدخرات جديدة، وفي المقابل عليه إعطاء كلّ مدخر جديد شهادة أو وثيقة، تمثِّل نصيبه في الحافظة التي استخدم ادخاره في تكوينها(١).

وعموماً، يمكن القول: إنَّ فكرة صناديق الاستثمار تقوم على أساس الاستثمار في الأوراق الماليَّة، باعتبار أنَّ هناك ارتباطاً متلازماً ما بين صناديق الاستثمار والأوراق الماليَّة لجهة استثمارها.

البند الرابع: الملكية المشتركة لأموال الصندوق

إنَّ من أبرز الخصائص المميَّزة لصندوق الاستثمار يتمثَّل في أنَّه يتيح ملكية مشتركة لأموال الصندوق، بمعنى أنَّ وثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق لكلّ وثيقة مالك معيَّن، أمَّا أموال الصندوق المتجمعة من جمع قيمة كلّ الوثائق، فإنَّها مملوكة ملكية مشتركة لجميع المكتتبين في الصندوق.

ويترتَّب على هذه الخاصية أنَّه لا يستطيع أحد المكتتبين أنْ يدَّعي لنفسه ملكية جزءٍ من رأس مال الصندوق بصفة خاصة، فالملكية هنا على الشيوع، ذلك أنَّ العلاقة القانونية التي تربط شركة الإدارة التي تزاول نشاط صناديق الاستثمار بحملة الوثائق (المُستثمرين) تختلف عن العلاقة القائمة بين هذه المؤسَّسات المالية، وبين المُودعين بحسب الأحوال(٢).

الفرع الثاني: نشأة صناديق الاستثمار

في هذه الفقرة، سوف يتمُّ إلقاء الضوء على نشأة صناديق الاستثمار في الدول الغربيَّة، وذلك في **(الفقرة الأولى)**، ونشأتها في الدول العربيَّة في **(الفقرة الثنية)**.

الفقرة الأولى: نشأة صناديق الاستثمار في الدول الغربيَّة

يرى بعض الباحثين(٣) أنَّ نشأة صناديق الاستثمار بدأت في أوروبا، ومنها انتقلت إلى أمريكا؛

---

(١) حسني المصري، شركات الاستثمار، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ١٩٨١، ص٤٣.

(٢) صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجربة جمهورية مصر العربيَّة مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة الجزائر، ٢٠١٢، ص١٧٥.

(٣) عبد الرحمن عبد العزيز النفسية، صناديق الاستثمار، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٩، ص٧٧.

حيث كانت نشأتها – كما ذكرنا سابقاً – في هولندا مطلع القرن التاسع عشر، وكان الملك "وليم" أوَّل مَنْ نُسِبَت إليه فكرة صناديق الاستثمار، ومنها انتقلت إلى بريطانيا، ومن ثمَّ إلى الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة.

بينما يرى آخرون[١] أنَّ الاسكتلنديين هم أوَّل من أسَّسوا أوَّل صندوق استثمار في سنة ١٨٧٣.

وعلى كلا الرأيين، تُعتبر الدول الغربيَّة هي السبّاقة إلى تأسيس البورصات، ومن ثمَّ تأسيس الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، وما تبع ذلك من تطوُّر ملحوظ شهدته الأسواق الماليَّة في ما بعد، وذلك بسبب التداولات اليومية الهائلة لهذه الأوراق.

بناءً عليه، سوف نتناول نشأة صناديق الاستثمار في الدول الغربيَّة من خلال البندين التاليين:

البند الأوَّل: نشأة صناديق الاستثمار في الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة

تُعتبر الأسواق الماليَّة الأمريكيَّة من أحدث الأسواق الماليَّة في الدول الغربيَّة؛ وذلك نظراً للتحوُّلات السياسيَّة الأمريكيَّة والتطوُّر الذي شهدته في دستور "فيلادلفيا" سنة ١٧٨٩، حيث عمد المشرِّع الأمريكي عبر ذلك الدستور إلى تنظيم شؤون الحياة الاقتصاديَّة للمواطنين عبر إحداث تحولات في البنية الاجتماعية والاقتصاديَّة، وعبر ما تلا ذلك من أعمالٍ في التمويل والمضاربات في الأوراق الماليَّة[٢].

لذا، نجد خلال حقبة الخمسين سنة الأولى التي مرتّ على تأسيس الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة حدوث تحولات في بنتيها الاقتصاديَّة والسياسيَّة. وقد كان وراء هذه التحولات تطوُّر المواصلات التي تربط الولايات المتحدة بأوروبا عبر المحيط الأطلسي. كذلك فإنَّ اكتشاف مصادر الطاقة في الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة حتَّم عليها إيجاد مصادر لرؤوس الأموال، لتمويل مشاريع استخراج هذه الطاقة، وفي سبيل تحقيق هذا الأمر، لجأت الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة إلى الحصول على القروض من أجل سدِّ النفقات الهائلة المتولِّدة عن هذه المشاريع، وقد كانت المملكة المتَّحدة المموِّل الرئيس لهذه المشاريع. واستمر هذا الوضع حتى قيام الحرب العالميَّة الأولى، التي كانت عاملاً مهماً في تقوية صناعة الولايات المتَّحدة وإنتاجها من أجل تزويد أوروبا بالعتاد، الأمر الذي أدَّى إلى ارتفاع مداخيلها[٣].

---

(١) أسامة عبد المنعم الخولي، المحاسبة في صناديق الاستثمار، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، ٢٠١٠، ص٦.

(٢) السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص٦٣.

(3) Claud Fafa, Sociétés d'investissement et la gestion collective de la pargne experience amerique, op.cit, P.47.

مشار إليه لدى: عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٢٤

وتجدر الإشارة – هنا – إلى أنَّ الطلبات المتزايدة لسدِّ الحاجات المتنوِّعة، وتلبية الاستهلاك المتزايد، وغياب المصادر الماليَّة، وشحَّها لمواجهة الطوارئ، فرض على الولايات المتحدة اللجوء إلى سياسة القروض الطويلة الأجل، الأمر الذي عزّز معه وجود وسطاء في تقديم القروض، ونتيجة لذلك ظهر ما يسمَّى بشركات الاستثمار التي تؤدِّي خدمة تجميع المدخرات، وتقديم القروض، الأمر الذي أطلق عليها في ما بعد بالتروستات[١]. وكانت هذه الشركات تقوم ببيع القيَم الأجنبية للمدخرين الأمريكيين، والتي بدخولها أدَّت إلى تطوير أسواق الأوراق الماليَّة، وكان من الضروري إنشاء هيئة تُشرف على إنشاء التروستات، وتمَّ ذلك في كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩١٤. وقد واجهت فكرة الاستثمارات المشتركة في الأوراق الماليَّة صعوبات في الفترة من ١٩٢٠ إلى ١٩٢٦، وذلك بسبب شراء الأسهم بشكل عام من قِبَل أحد المُستثمرين، ما أدَّى إلى هبوط سعرها، الأمر الذي أدَّى إلى أزمة حقيقية لأسواق المال، عُرفت بأزمة "وول ستريت" ١٩٢٩[٢]، لكن الأمريكيين كانوا قبل ذلك قد جاؤوا بابتكارات جديدة لصناديق الاستثمار، أُطلق عليها "الهيكل المفتوح لرأس المال"، الأمر الذي أدَّى إلى حماية هذه الصناديق من الانهيار، وذلك عن طريق استثمار الأوراق المالية وتنشيط الحركة الاقتصادية[٣].

وفي سنة ١٩٤٠، صدر أوَّل قانون لتنظيم صناديق الاستثمار في الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة، وقد تناول طريقة تكوين صناديق الاستثمار من حيث إنشائها وإدارتها، وعُرفَ هذا القانون بـ"لائحة استثمار الشركات" (The Investessment Company Act) وقد فرض هذا القانون تسجيل الصناديق في هيئة سوق الأوراق الماليَّة والمبادلات الأمريكيَّة، وفي سنة ١٩٤٥ نمت هذه الصناديق نمواً

---

(١) خالد وهيب الراوي، الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ١٩٩٩، ص٢٤٢-٢٤٣.

(٢) يوم الخميس الأسود يتعلق بيوم ٢٤ تشرين الأوَّل/أكتوبر ١٩٢٩، وهو اليوم انهيار بورصة وول ستريت. ويعود ذلك إلى تفوق الطلب على العرض بشكل خيالي حيث تمَّ عرض ١٣ مليون سهم تقريباً على لائحة البيع الأمر الذي أوصل أسعار الأسهم إلى أدنى مستوى بعد ارتفاع سابق، هنالك أيضاً من يسمون الانهيار يوم الثلاثاء الأسود وذلك لأنَّه بعد مرور خمسة أيام، أي في ٢٩ تشرين الأوَّل/أكتوبر عام ١٩٢٩، حدث انهيار آخر في سوق الأوراق المالية أدَّى إلى تفشي الخوف في قلوب العامة من أنَّ البلاد مقبلة على حالة من الركود أو حتى انهيار المبنى الاقتصادي؛ للمزيد من التفاصيل راجع: صفاء النعيمي، وول ستريت تارخ من الأزمات والفقعات، مقال منشور على موقع بورصة سعيدة، نشرت فى ٤ نوفمبر ٢٠٠٩، رابط الموقع http://kenanaonline.com/users/Al-borsa/posts/94911، آخر زيارة للموقع في تاريخ ١٠-٢-٢٠١٤.

(3) Claude Fafa, Sociétiés d'investissement et la gestion collective de la pargne experience amerique, op.cit., p48.

مشار إليه لدى: عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٢٤.

سريعاً، الأمر الذي انعكس بشكل إيجابي عليها، بحيث وصلت قيمتها في سنة ١٩٦٦ إلى (٣٤) بليون دولار، ووصلت سنة ١٩٨٠ إلى (٢٦٠) بليون دولار، وارتفعت إلى (٢٩٢) بليون دولار سنة ١٩٨٣، ثمَّ تجاوزت الـ(١٩٠٠) بليون دولار سنة ١٩٩٢[١].

البند الثاني: نشأة صناديق الاستثمار في فرنسا

كان لتطور النشاط التجاري في فرنسا دور كبير في إنشاء البورصات في القرون الوسطى؛ حيث كان إنشاء أوَّل بورصة فرنسيَّة بمدينة "تولوز" وذلك في سنة ١٥٤٩[٢].

أمّا بالنسبة لنشأة صناديق الاستثمار، فقد عرفتها فرنسا في بداية الأمر تحت اسم صناديق الاستثمار المُغلقة، ثمَّ تطوَّرت من صناديق الاستثمار المغلقة إلى صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغيِّر، ومن ثمَّ إلى الصناديق المشتركة (صناديق الاستثمار المفتوحة)[٣].

وقد صدر أوَّل تنظيم قانوني لصناديق الاستثمار في فرنسا بمقتضى المرسوم الصادر في ٢٨ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٥٧ المتعلق بصناديق الاستثمار، ثمَّ المرسوم الصادر في ١٧ آب/أغسطس ١٩٦٧ بشأن الشركات التجارية، حيث خصّصت أُولى هذه الصناديق للعاملين في المؤسَّسات المختلفة لمشاركتهم فيها، ثمَّ صدر بعد ذلك قانون في ١٣ تموز/يوليو ١٩٧٩ الذي قضى بإنشاء الصناديق المشتركة المفتوحة أمام المدخرات العامة[٤].

يمكن القول: إنَّ فرنسا قد طوَّرت أسواقها الماليَّة، لتجعلها مواكبة للتطوُّرات التي شهدها العالم، والمتعلِّقة بمسائل الوساطة الماليَّة. وفي هذا الإطار أصدرت قانوناً في ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٨ بشأن تنظيمات الاستثمار المشترك في القيَم المنقولة، جاء منسجماً مع قواعد التوجُّه الأوروبي الصادرة في ٢٠ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٥ بشأن التسوية الحرَّة لتنظيمات الاستثمار المشترك في القيَم المنقولة للدول الأوروبيَّة المشتركة بدءاً من ١ تشرين الأوَّل/أكتوبر ١٩٨٩.

---

(١) خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص٢٨٤.

(٢) علي إبراهيم الشديفات ومحمد عوض عبد الجواد، الاستثمار في البورصة، الطبعه الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦، ص١٩١.

(٣) منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمُستثمرين، مرجع سابق، ص١٣١، ١٣٢.

(٤) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص١٣٩.

الفقرة الثانية: نشأة صناديق الاستثمار في الدول العربيَّة

تمَّ إنشاء أوَّل صندوق استثمار في العالم العربي في كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٧٩، في المملكة العربيَّة السعودية، وأُطلق عليه اسم: "صندوق الدولار قصير الأجل"، وأُنشئ من قِبَل البنك الأهلي السعودي؛ أمّا في مصر، فلم تظهر صناديق الاستثمار بشكل رسمي، إلاَّ بعد صدور قانون رأس المال في مايو/أيار ١٩٩٢، وحصول صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الأوَّل على ترخيص هيئة سوق المال في ٢٦ يونيو/حزيران ١٩٩٤[١].

وكذلك، ظهرت صناديق الاستثمار في بعض الدول العربيَّة، مثل: الأردن، وهناك دول عربية لم يظهر فيها نظام صناديق الاستثمار بشكل رسمي؛ ولكن، قد يكون قيام إنشاء مثل هذه الصناديق بشكل واقعي مثل: العراق، لعدم وجود نص قانوني ينظِّم أو يشير إلى صناديق الاستثمار بشكل صريح أو حتى ضمني.

البند الأوَّل: نشأة صناديق الاستثمار في المملكة العربيَّة السعودية

سبق وذكرنا، أنَّ أوَّل صندوق في الوطن العربي كان في المملكة العربيَّة السعودية (صندوق الدولار قصير الأجل)، وأُسِّس من قِبَل البنك الأهلي التجاري في كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٧٩، ويُلاحظ في هذا الصدد أنَّ هذا التأسيس قد جاء متأخراً، نظراً لأنَّ هذا الإنشاء قد بدأ بصدور قرار من وزير الماليَّة والاقتصاد الوطني في تاريخ ٢٦ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٩٦ – ١٤١٧/٧/٢٤ هجرية، رقم (٢٠٢٥/٣) لسنة ١٤١٧ هجري، وكان القرار يشمل تنظيم صناديق الاستثمار، وإدارتها، وتأسيسها[٢].

وقد لاقت صناديق الاستثمار في المملكة العربيَّة السعودية إقبالاً كبيراً من قبل المُستثمرين، لما وفرته من مزايا كثيرة، أهمها: ازدهار الأوراق المالية السعودية بالإضافة إلى المزايا التي تقدمها للفرد المستثمر.

أمَّا الجهة المختصَّة بالإشراف على هذه الصناديق في السعودية، فقد كان يُطلق عليها مؤسّسة النقد، وهذه المؤسسة تابعة لوزارة الماليَّة، وكانت تشرف على البنوك، وعلى صناديق الاستثمار، حتى تمَّ تأسيس هيئة السوق الماليَّة بالمرسوم الملكي الصادر برقم (م/٣٠) تاريخ ١٤٢٤ هجري، وكان دور هذه

---

(١) أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سابق، ص١٢١.

(٢) عبد الرحمن بن عبد العزيز النفسية، مرجع سابق، ص٧٩.

الهيئة حماية المُستثمرين والمتعاملين بالأوراق الماليَّة[1].

البند الثاني: نشأة صناديق الاستثمار في مصر

تُعتبر جمهورية مصر السبَّاقة في سوق الأوراق الماليَّة بسبب التداولات التي كانت تجري فيها، حيث تأسَّست أوَّل شركة مساهمة في مصر سنة ١٧٥٠، وبعد ذلك تمَّت عمليات تداول الأوراق الماليَّة الخاصة بها على الأرصفة، والمقاهي، من دون تنظيم معيَّن. ويمكن القول: إنَّ سوق الأوراق الماليَّة في مصر ظهر نتيجة ظهور السمسرة في الأوراق الماليَّة وتطوراتها إلى يومنا هذا، وقد عرفت سوق الأوراق الماليَّة المصرية تحوّلات ابتداءً من فترة ثورة تموز/يوليو ١٩٥٢، إلى حدود ظهور القانون الجديد المنظّم لسوق رأس المال[2].

وبالنظر إلى التشريعات التي صدرت في مصر، والمتعلِّقة بنشاط الشركات التجاريَّة، فإنَّ القانون رقم (٢٦) لسنة ١٩٥٤، الخاص بشركات المساهمة والتوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة، قد جاء شاملاً لجميع الشركات؛ حيث لم يشترط شروطاً شكليَّة وموضوعيَّة، ثمَّ صدر بعد ذلك القانون رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، الذي كان يُعدُّ بدوره القانون الأساس للشركات التجاريَّة؛ حيث نصَّت المادة الخامسة منه على إنشاء شركات مساهمة، يكون غرضها استثمار الأموال لحساب الغير، كما أنَّه سمح بإنشاء شركات تعمل في مجال الأوراق الماليَّة، إلاَّ أنَّه لم ينص صراحة على إنشاء شركة لإدارة الصكوك؛ وأيضاً، لم تُؤسَّس شركة واحدة خلال سريانه، ثمَّ جاء بعد ذلك القانون رقم (١٤٦) لسنة ١٩٨٨ الذي حدَّد الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة لاستثمارها. وأخيراً، جاء القانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، وهو قانون سوق رأس المال، الذي تناول بصريح العبارة ما يتعلق بتنظيم صناديق الاستثمار، واعتبرها من الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة[3].

يظهر ممَّا سبق، أنَّ نشأة صناديق الاستثمار، لم تظهر في مصر، إلاَّ مؤخراً، وذلك لعدَّة أسباب

---

(١) جاء تعريف هذه الهيئة بأنَّها: هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري، ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتولى الهيئة الإشراف على تنظيم السوق الماليَّة وتطويرها، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق الماليَّة بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق؛ عبد الرحمن بن عبد العزيز النفسية، مرجع سابق، ص٨٠.

(٢) نصر علي أحمد طاحون، شركة محافظ الأوراق المالية– دراسة تأصلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠٣، ص٣٢.

(٣) نادية محمد معوض، الوسيط في القانون التجاري، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠٥، ص٦٣٤.

اقتصاديَّة وقانونيَّة؛ منها: عدم وجود بنية اقتصاديَّة قويَّة في مستوى الاستجابة لمتطلبات صناديق الاستثمار، وكذلك عدم وجود بنية قانونيَّة، وتنظيم قانوني لهذه الصناديق قبل صدور القانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢؛ حيث ساعد ظهور هذا القانون على منح الشركات صلاحية المساهمة في تطوير سوق رأس المال، وإنعاش الحياة الاقتصاديَّة.

البند الثالث: نشأة صناديق الاستثمار في لبنان

في بداية الأمر، لا بدَّ من الإشارة إلى نشأة البورصة في لبنان، حيث نشأت بورصة بيروت في سنة ١٩٢٠، وصدر قانون للبورصة في سنة ١٩٥٤، وعُدِّل هذا القانون في شهر آب/أغسطس ١٩٦٧، أمّا في الوقت الحاضر، فإنَّ التشريع الذي ينظِّم بورصة بيروت فهو المرسوم الاشتراعي رقم (١٢٠) الذي صدر في أيلول/سبتمبر ١٩٨٣، وعدِّل سنة ١٩٨٥، وبموجب هذا التشريع تشمل بورصة بيروت سوق الصكوك الماليَّة، وسوق المواد الأوَّليَّة، والمعادن الثمينة، والعملات[١].

أمّا بالنسبة لصناديق الاستثمار، فلم تشر هذه القوانين صراحة إلى صناديق الاستثمار وتنظيمها، ولكن، يمكن استخلاص نشأة صناديق الاستثمار بشكل واقعي في ذلك الوقت من بعض القوانين الأخرى؛ فقانون تطوير السوق الماليَّة والعقود الائتمانيَّة رقم (٥٢٠) لسنة ١٩٩٦ نظَّم عمل صناديق الاستثمار في لبنان، كما نظَّم القرار رقم (٧٠٧٤) تاريخ ٥ أيلول/سبتمبر ١٩٩٨ الصادر عن مصرف لبنان هيئات الاستثمار الجماعي بموجب التعميم رقم (٤٩)، والموجَّه إلى المؤسَّسات الماليَّة، ومؤسَّسات الوساطة الماليَّة، وهيئات الاستثمار، وكذلك لمفوَّضي الرقابة؛ وقبل ذلك كان قد صدر تعميم عن حاكم مصرف لبنان حمل الرقم (١٤٧٥) وهو موجَّه أيضاً، للمؤسسات الماليَّة وللمصارف سنة ١٩٩٦[٢]، هذه القوانين والقرارات توحي بنشأة صناديق الاستثمار بشكل واقعي ثمَّ صدر قانون الأسواق الماليَّة بصيغته الجديدة، ذلك كلّه يشير إلى التوجه نحو إعادة إحياء النشاط المالي في لبنان كمركز مالي، له دور مهم لتأمين التمويل المتوسط وطويل المدى للدولة، وكذلك لتعزيز المقومات الاقتصادية، بعد الحروب التي مرَّ بها، والتي انعكست بشكل سلبي على المجتمع اللبناني ومؤسَّساته الاقتصاديَّة، وعلى مستوى النمو

(١) عدنان الهندي ونظير يوسف ميخائيل وآخرون، المصارف العربيَّة وصناعة صناديق الاستثمار، اتحاد المصارف العربيَّة، بيروت، ١٩٩٥، ص١١٤.

(٢) وفاء سليمان شديد، دراسة مشاكل الإفصاح المتكرر في صناديق الاستثمار، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة بيروت العربيَّة، بيروت، ٢٠٠٨، ص٣٢.

الاقتصادي، حيث تدهورت حالة الأسواق الماليَّة، ما أدَّى إلى توقّف عمل بورصة بيروت التي كانت تحتوي على عدد معيَّن من الشركات لا يتجاوز الأربعين شركة، وكانت أغلب هذه الشركات ذات صبغة عائليَّة، لأنَّ القانون اللبناني لا يفرض على شركات المساهمة ضرورة تداول أسهمها في البورصة[١].

إذن، بات من الضروري تعديل قانون البورصة الحالي الذي تعود نشأته إلى ١٩٨٣، لأنَّه لا يلبِّي الحاجات المتطوِّرة ومتطلبات تنشيط مركز الدَّولة، وذلك عبر تشريع جديد يضع أُسساً جديدة تتلاءم مع الأسواق الماليَّة الحديثة، التي تنتهج أساليب وأنشطة جديدة عبر التكنولوجيا وثورة المعلومات التي يشهدها عالمنا المعاصر، والتي تفرض على المشرِّع اللبناني اللحاق بالتطوُّر الاقتصادي.

ولذلك، صدَّق مجلس النواب اللبناني على مشروع القانون الوارد بالمرسوم رقم (١٥٣١٧) تاريخ ٥ تشرين الأوَّل/أكتوبر ٢٠٠٥ المتعلق بهيئات الاستثمار الجماعي بالقيَم المنقولة، وسائر الأدوات الماليَّة كما عدَّلته اللجان النيابية، حتى تمَّ إصدار قانون رقم (٧٠٦) تاريخ ٩ كانون الأوَّل/ديسمبر ٢٠٠٥، حيث خُصِّصَ الباب الثاني منه لتنظيم هذه الصناديق، وتعويض المُستثمرين بهدف التعويض على الأشخاص الذين تكبَّدوا خسائر ماليَّة، نتيجة عجز مالي، أو سوء تصرُّف اقترفه أحد المدراء، أو أي مُستخدم لدى شخص، يمارس الأعمال الخاصة بالأدوات الماليَّة.

والجدير بالذكر أنَّ المقصود بهذا الصندوق هو صندوق الاستثمار الذي يتيح الفرص لصغار المُستثمرين، الذين لا يملكون الخبرة الكافية في استثمار أموالهم في سوق الأوراق الماليَّة.

البند الرابع: نشأة صناديق الاستثمار في المملكة الأردنية الهاشمية[٢]

في بداية الأمر، سوف نتكلم عن نشأة الأسواق المالية في الأردن؛ حيث ظهرت فيه أسواق مالية غير منظمة، من خلال مكاتب غير منظمة في الستينيات، وكان السبب في ظهور هذه الأسواق تكاثر الشركات المساهمة، ما أدَّى إلى تفكير الجهات الحكومية بإنشاء سوق للأوراق المالية ينظم إصدار وتداول الأوراق المالية، وذلك لضمان سهولة التعامل بالأوراق المالية، وكذلك لحماية المُستثمرين في هذه الأوراق، وإيجاد أسعار عادلة لها. ونظراً لهذه الأسباب، صدر القانون المؤقت رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦،

---

(١) عدنان الهندي، نظير يوسف ميخائيل وآخرون، مرجع سابق، ص١١٤

(٢) نايف عبد العزيز حمد العنزي، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة الشرق الأوسط في عمان، الأردن، ٢٠١٢، ص٢٩.

الذي تمَّ بموجبه تأسيس سوق عمَّان المالي، وبعد حقبة من الزمن تمَّ تحديث هذا القانون، بصدور قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم (٢٣) لسنة ١٩٩٧؛ حيث شكَّل وجود هذا القانون نقطة تحوُّل مهمة تضمن إعادة هيكلة السوق، وكذلك نظَّمت بعض نصوص هذا القانون صناديق الاستثمار، ولكن لم تظهر نشأة حقيقية لصناديق الاستثمار في الأردن، إلاَّ بعد صدور قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢، الذي تمَّ تخصيص الفصل العاشر منه لتنظيم أحكام صناديق الاستثمار المشترك.

البند الخامس: أمكانية نشأة صناديق الاستثمار في العراق

لقد مرَّ العراق بالعديد من الحروب التي أدَّت إلى تدهور أوضاعه الاقتصاديَّة، ما أثَّر على الأسواق الماليَّة فيه، الأمر الذي جعله يخطو خطوات بطيئة بالمقارنة مع غيره، حيث يخلو التشريع العراقي من تنظيم قانوني لصناديق الاستثمار. فعلى الرّغم من صدور العديد من التشريعات والأنظمة والتعليمات في هذا المجال، إلاَّ أنَّها لا تكفي لنشأة هذه الصناديق وتنظيمها، وذلك لحاجتها إلى الدعم والتفعيل الكاملين، ومن أمثلة هذه التشريعات على سبيل المثال: قانون الشركات العراقيَّة رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدَّل سنة ٢٠٠٤، قانون الاستثمار رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦، قانون الأوراق الماليَّة لسنة ٢٠٠٨، قانون سوق بغداد للأوراق الماليَّة رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤، وكذلك قانون المصارف رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤ وغيرها؛ إذ على الرغم من صدور هذه القوانين التي قد تمسُّ صناديق الاستثمار، إلاَّ أنَّها لا تسهم في عملية دعم ونشأة حقيقية لصناديق الاستثمار[١].

ويُلاحظ في هذا الصدد، أنَّ هناك بعض الصناديق التي قد تتشابه مع صناديق الاستثمار، كصناديق الثروة السيادية التي تقوم باستثمار الموارد الحكومية، وموجوداتها الماليَّة، وهذه الصناديق تمَّ تأسيسها من قِبَل الحكومة، وقد شاع استخدامها سنة ٢٠٠٥، وعادة ما تموَّل هذه الصناديق من احتياطات الدولة، ومصادر العمولة الأجنبية[٢].

كما أنَّها تختلف عن صناديق الاستثمار، نظراً لكون صناديق الثروة السيادية تُنشأ من قِبَل الحكومات فقط، بينما صناديق الاستثمار قد تُنشأ من قِبَل المؤسَّسات العامة أو الخاصة، كشركات

---

(١) للمزيد من التفاصيل عن هذه القوانين ينظر الموقع الإلكتروني الخاص بقاعدة التشريعات العراقيَّة الآتي: http: //www.iraqld.Com. تاريخ الزيارة: ٦-٥-٢٠١٤.

(٢) مظهر محمد صالح، صناديق الثروة السيادية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، العدد ١٦، ٢٠٠٨، ص٢.

الاستثمار.

وبناءً عليه، يمكن القول: إنَّ عدم وجود نشأة حقيقيَّة لصناديق الاستثمار في العراق، يُعتبر قصوراً واضحاً من المشرِّع العراقي، ولا بدّ من تدارك هذا القصور، ونتأمَّل من المشرِّع العراقي النظر برؤية متعمِّقة إلى تنظيم هذه الصناديق، نظراً لدورها الحيوي على المستوى الاقتصادي بشكل خاص.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار

إنَّ هناك أنواعاً عديدة من صناديق الاستثمار، وهذا التنوع إنما جاء ليلبي رغبات مختلف المستثمرين واحتياجاتهم، ولعل هذه الميزة كانت أحد أسباب نجاح هذه الصناديق وزيادة رقعة انتشارها.

كما تختلف أنواع صناديق الاستثمار باختلاف الأسواق التي تدار فيها[١]، فقد توجد صناديق استثمار معيَّنة في فرنسا لانسجامها مع طبيعة المجتمع، إن مثل هذا النوع من الصناديق لا يوجد في مصر أو لبنان لتعارضها مع مبادىء النظام العام أو المفاهيم القانونية السائدة فيهما، وبذلك تظهر أنواع من الصناديق في أسواق معينة من دون غيرها من الأسواق.

لذا سوف نقوم بدراسة أنواع صناديق الاستثمار التقليدية في **(الفرع الأوَّل)** وصناديق الاستثمار الإسلامية في **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأوَّل: صناديق الاستثمار التقليدية

لصناديق الاستثمار عدَّة تقسيمات؛ حيث إنَّها تُقسَّم – وفقاً لإصدار وثائقها – إلى صناديق استثمار مفتوحة، وصناديق استثمار مغلقة؛ كذلك فإنَّها تقسَّم وفقاً لأهدافها إلى صناديق نمو أو صناديق دخل، وتقسَّم أيضاً، وفقاً لتشكيلة الأوراق الماليَّة، فقد تكون صناديق أسهم أو صناديق سندات؛ لذا، سوف تتمُّ دراسة أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لإصدار الوثائق، وطريقة استردادها في **(الفقرة الأولى)**، ومن حيث مكوِّناتها في **(الفقرة الثانية)**، وكذلك من حيث أهدافها في **(الفقرة االثالثة)**.

الفقرة الأولى: صناديق الاستثمار وفقاً لإصدار الوثائق وطريقة استردادها

قبل التطرُّق إلى تصنيف هذه الصناديق، وفقاً لإصدار وثائق الاستثمار، يجب بيان ماهية وثائق الاستثمار؛ والتي تُعرَّف بأنَّها: "وثائق تعاقدية اسمية، قابلة للتداول في بورصة الأوراق الماليَّة، تصدرها

---

(١) منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سابق، ص٤٩.

صناديق الاستثمار، مقابل أموال تتلقاها هذه الصناديق لاستثمارها في الأوراق الماليَّة، أو غيرها من مجالات الاستثمار، وتعطي هذه الوثائق لحاملها حق المشاركة في الأرباح والخسائر"[(١)]. وتصنَّف صناديق الاستثمار، وفقاً لإصدار هذه الوثائق إلى نوعين، هما: صناديق الاستثمار المغلقة (**البند الأوَّل**) وصناديق الاستثمار المفتوحة (**البند الثاني**).

البند الأوَّل: صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة

إنَّ صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة هي الصناديق التي تكون مدخراتها الماليَّة من قِبَل المُستثمرين محدودة، وتصدر هذه الصناديق عدداً ثابتاً من الوثائق الماليَّة لا يتغيَّر[(٢)]، حيث يتم توزيعها على المُستثمرين فيها كلا بحسب حصته، ولا يجوز للمستثمرين استرداد قيمة الوثائق من الصندوق قبل انقضائه أو تصفيته، وذلك لأنَّ عددها محدَّد، والسيولة فيها غير متوافرة، والطريقة الوحيدة للتخلُّص من وثائق هذه الصناديق تكون عبر بيعها في السوق الماليَّة (البورصة) التي يتمُّ تداول هذه الوثائق فيها، أو في الأسواق غير المنظّمة (الأسواق غير الرسمية) التي توجد في بعض الدول من خلال شركات الاستثمار والمصارف، وهي قابلة للتداول بين المُستثمرين، كما أنَّه يمنع شراء الوثائق من المُستثمرين من قِبَل إدارة هذه الصناديق[(٣)].

كما أنَّ هذه الصناديق تكون ذات هدف محدَّد، وعمر محدَّد، ولفترة محدودة، ويُصفَّى بعدها الصندوق، وتتوزَّع عوائده على المُستثمرين؛ وفي حال تبيّن لخبراء الاستثمار وجود فرصة جيِّدة للاستثمار في مجال محدَّد، يمكن في هذه الحالة إعادة هذه الصناديق بين الحين والآخر[(٤)].

وتأخذ الشركة المؤسَّسة لهذه الصناديق شكل الشركات المساهمة، في التشريع المصري، الأمر الذي يعني أنَّ الأحكام العامة للشركات المساهمة الواردة في القانون رقم (٥٩) لسنة ١٩٨١ تنطبق

---

(١) صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٤٣.

(٢) هناك بعض الحالات النادرة التي يُستثنى فيها إصدار عدد ثابت في صناديق الاستثمار المُغلقة، وهي في حال قيام صندوق مغلق في إعادة شراء أوراقه الماليَّة من السوق المنظّمة أو غير المنظمة نتيجة لهبوط القيمة السوقية لها إلى مستوى أدنى كثيراً من قيمة الأصل الصافية، أو في حال إصدار الشركة أوراقاً ماليَّة جديدة؛ ينظر: منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤، ص١٨.

(٣) مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثماريَّة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٠، ص١٧٨-١٧٩.

(٤) منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمُستثمرين، مرجع سابق، ص٥٠.

عليها، باستثناء ما تمَّ تنظيمه على وجه الخصوص، وذلك في اللائحة التنفيذيَّة لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

وقد جاء في اللائحه التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ في نصِّ المادة (١٤٢)، التالي: "يجوز إنشاء صندوق استثمار مغلق، وهو صندوق استثمار ذو رأس مال ثابت، يتم طرح وثائقه للاكتتاب الأم أو من خلال طرح خاص، يقتصر على المستثمرين المؤهلين. ولا يجوز استرداد وثائقه ببورصة الأوراق المالية".

أمَّا في التشريع الأردني، فقد نصَّت المادة (٩٦) في الفصل العاشر من قانون الأوراق الماليَّة لسنة ٢٠٠٢، على ما يلي:

"أ- يكون صندوق الاستثمار المشترك إمَّا مفتوحاً أو مغلقاً، ويتمّ تنظيم عمله بمقتضى تعليمات، يصدرها المجلس، وفقاً لأحكام هذا القانون.

ب- لصندوق الاستثمار المشترك المغلق أنْ يتحوَّل إلى صندوق استثمار مشترك مفتوح، إذا نصَّ نظامه الأساسي على ذلك، على أنْ يوفق أوضاعه، وفقاً لأحكام هذا القانون، والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه".

يتَّضح ممَّا سبق، أنَّه يجوز تحويل صناديق الاستثمار المُغلقة إلى صناديق استثمار مفتوحة في حالات معيَّنة، وفقاً لنصوص التشريع الأردني، كما أنَّ اتِّخاذ صندوق الاستثمار شكَّل الشركة المساهمة دون الأشكال القانونيَّة الأخرى للمشروعات يحقِّق هدفه في حماية أموال المُستثمرين، وكذلك في تجنُّب تكرار تجربة شركات توظيف الأموال في الاستيلاء على أموال المُودعين وتبديدها(١)، وهذا لا يحصل في الشركات المساهمة، حيث تنفصل فيها الملكيَّة عن الإدارة(٢).

البند الثاني: صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

هي تلك الصناديق التي تقوم بإصدار وثائق استثمار، من دون حد أقصى، مع استعدادها دائماً

---

(١) شركات توظيف الأموال هي شركات أشخاص، تقوم على الاعتبار الشخصي؛ أي: ثقة صاحب المال في شخصِ مَن يسلِّم إليه أمواله، ومن ثمَّ فالضمان الأساس للمودِعين في هذه الشركات، هو الثقة في أصحاب الشركات، وتُعطِي الشركة للمودع صكوكًا أو إيصالات غير قابلة للتداول، إذ إنَّها ليست أوراقا ماليَّة كالأسهم والسنَدات، للمزيد من التفاصيل راجع موقع مكتبة الألوكة الإلكتروني:

: http: //www. alukah. net/library/0/34025/#ixzz2tnyrsAXj؛ تاريخ الزيارة: ٦-٤-٢٠١٤.

(٢) أسامة عبد المنعم خولي، المحاسبة في صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص٩.

لاسترداد هذه الوثائق، حسب رغبة المُستثمرين[١].

وتتميَّز صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، بأنَّها لا تصنع سقفاً محدداً في إصدار الوثائق؛ حيث تصدر الوثائق بطريقة مستمرَّة، ويتم بيعها للجمهور، وهكذا يكون عدد الوثائق التي تحويها هذه الصناديق غير ثابت، أو غير محدَّد، وإنَّما يتغيَّر بسبب عمليات البيع والشراء والاسترداد، وللمستثمر شراء الوثائق من هذه الصناديق متى ما شاء، بحيث يمكن له بيع الوثائق بعد إخطار قصير الأجل لا يتجاوز الأسبوع، ويجوز له ردّ قيمة وثائق الاستثمار نقداً بمجرد الطلب، حيث تتميَّز هذه الصناديق بأنَّها تكون مستعدة لردِّ الوثائق، وكذلك تتميَّز بأنَّ تداول وثائق هذه الصناديق لا يكون عن طريق الأسواق الماليَّة؛ إذ يتم بيع وشراء الوثائق في هذا النوع من الصناديق عن طريق وكلاء توزيع وثائق الاستثمار[٢].

وفي الإطار التشريعي الذي يحكم هذا النوع من صناديق الاستثمار، نجد أنَّ التشريع المصري في قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، قد نصَّ على إنشاء صناديق الاستثمار، ذات النهاية المفتوحة، حيث إنَّ هذا النوع من الصناديق تتَّخذ الشركة المؤسسه له، شكل شركة تأمين أو بنك من البنوك (تجاري، استثماري، وأعمال، ومتخصّص)، ولذلك تكون هذه الشركات أو المؤسَّسات على هيئة مؤسسات ماليَّة، ولها القدرة والإمكانات الماليَّة والبشريَّة والمعلوماتيَّة؛ حيث يخصَّص لمباشرة نشاط هذا الصندوق مبلغ لا يقل عن الخمسة ملايين جنيه، ويكون الحد الأقصى لأموال المُستثمرين لدى صندوق الاستثمار[٣].

كما نصت المادة (١٤٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه: "يجوز إنشاء صندوق استثمار مفتوح، وهو صندوق استثمار يتم طرح وثائقه من خلال الاكتتاب العام، ويجوز زيادة رأس مال الصندوق المفتوح بإصدار وثائق جديدة أو تخفيضه باسترداد بعض وثائقه".

أمَّا التشريع الأردني، فقد نصَّ على تنظيم هذا النوع من الصناديق؛ حيث منح الصلاحية لها في إصدار الوثائق بشكل دائم ومستمر، ويمكن إعادة شرائها من قِبَل الصندوق، ولا يجوز تحويل وثائق الاستثمار، إلاَّ بحكم الميراث، ويمكن تحديد قسمة الوثائق من خلال صافي قيمة الصندوق من تاريخ

---

(١) عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص٩٤.

(٢) عادة، يكون وكلاء التوزيع، هم فروع البنك الذي أُسِّس فيه صندوق الاستثمار؛ للمزيد ينظر: منى قاسم، صناديق استثمار البنوك والمستثمرون، مرجع سابق، ص٥١.

(٣) منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربيَّة، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ٢٠٠٧، ص١٦١.

إنشائها[1].

أمّا بالنسبة للمؤسَّسة أو الشركة التي تتولَّى هذه الصناديق، فقد جاء في نصِّ المادَّة (٩٤) من قانون الأوراق الماليَّة الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢، أنَّه يمكن اعتبارها من مؤسسات البنوك وشركات التأمين.

ويمكن القول: إنَّ صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، لا تملك حق المتاجرة بالوثائق التي تصدرها هذه الصناديق؛ ولذلك، لا يتم بيعها في سوق الأوراق الماليَّة، وإنَّما يتم تداولها وبيعها عن طريق وكلاء الاستثمار.

ويتبين من خلال عرضنا لصناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة أَّنهما يختلفان عن بعضهما من عدة أوجه اهمها:

- إدراج وحدات الصندوق المغلق في سوق الأوراق المالية، بخلاف وحدات الصندوق المفتوح الذي لا يمكن إدراج وحداته في السوق.
- ثبات عدد الوحدات الاستثمارية في الصندوق المغلق، وبالتالي ثبات رأسمال الصندوق، بينما عدد الوحدات الاستثمارية في الصندوق المفتوح تكون في تغير مستمر، سواء بالزيادة أم بالنقصان ما يغير من رأسماله.
- إمكان تحول صندوق الاستثمار المغلق إلى صندوق مفتوح بعد مدة معينة، أما الصندوق المفتوح فلا يمكن أن يتحول إلى صندوق مغلق.

الفقرة الثانية: أنواع صناديق الاستثمار من حيث أهدافها

تختلف صناديق الاستثمار، حسب هدف كلّ صندوق، وهي عديدة، منها: صناديق النمو، وسيتم دراستها في **(البند الأوَّل)**، وصناديق الدخل **(البند الثاني)**، والصناديق المتوازنة **(البند الثالث)**.

البند الأوَّل: صناديق النموّ

تهدف هذه النوعية من الصناديق إلى زيادة رأس مال الصندوق عن طريق تجميع المدخرات؛

---

(١) نصت المادة ٩٧ من قانون الأوراق الماليَّة الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢، على أنَّه:

"أ- لصندوق الاستثمار المشترك المفتوح إصدار اسهمه أو وحداته الاستثمارية وإعادة شرائها ولا تكون هذه الأسهم أو الوحدات الاستثمارية قابلة للتحويل الا بحكم الميراث أو الخلفية القانونية.

ب- يحدد سعر إصدار الأسهم أو الوحدات الاستثمارية أو سعر إعادة شرائها على أساس صافي قيمة اصول صندوق الاستثمار المشترك المفتوح بتاريخ الاصدار أو إعادة الشراء".

وبالتالي، تحقيق نمو طويل الأجل، وذلك من خلال تطبيق تحسين في القيمة السوقية لتشكيلة الأوراق الماليَّة التي يتكوَّن منها الصندوق، وعادة ما تسمَّى أيضاً، بصناديق الاستثمار ذات العائد التراكمي[١].

وعادةً، يقوم المستثمرون باستثمار أموالهم في صندوق ما، لسدِّ نفقات معيشتهم، وذلك مع المنفعة من استثمار أموالهم في الصندوق عندما يكون معاش المُستثمر لا يكفي لسداد ما يرغب به، عندما يكون توزيع استثمارت الصندوق الذي تستثمر فيه أموالهم بشكل دوري. وقد يكون هدف المُستثمرين من استثمار أموالهم تكوين رأس مال، وذلك عن طريق نوعية الصناديق التي تقوم باستثمار أموالهم، لأجل نمو هذه الأموال، وفي هذا النوع من الصناديق، لا يهدف المستثمرون من استثماراتهم تغطية نفقات معيشتهم، وذلك أنَّ هذه النوعية من الصناديق لا تقوم بتوزيع الأرباح بشكل دوري، وإنَّما تقوم بمراكمة رأس مال المستثمر عن طريق تنمية أمواله من خلال إضافتها إلى قيمة وثائق الاستثمار، ما يساعد في إعادة استثمار تلك الأرباح التي تحقِّقها، وهذا يؤدِّي إلى زيادة الأوراق الماليَّة التي تكون غالباً على هيئة أسهم الصناديق العادية في هذا النوع من الصناديق، لما لديها من قدرة وطاقة احتمالية، في نمو قيمتها السوقية وارتفاعها[٢].

يمكن القول: إنَّ هذه النوعية من الصناديق لا تهتم بتوزيع عائد للمستثمرين في اجال قصيرة بقدر اهتمامها بتحقيق نمو مستقبلي في قيمة الوحدة الاستثمارية التابعة لهذا النوع من الصناديق.

البند الثاني: صناديق الدخل

تهدف صناديق الدخل إلى المحافظة على أصول الصندوق، والدخل الجاري، أي أنْ يكون عائد هذه الصناديق على شكل استثمار دوري مناسب للاستثمار؛ لما تحتويه من تشكيلة من الأوراق الماليَّة (الأسهم والسندات)، بحيث يتم استثمارها في منشآت كبيرة، ومستقرة[٣].

وغالباً ما تحتوي هذه الصناديق على استثمارات الأسهم العادية، بالإضافة لما تتميَّز به من ارتفاع معدل عائداتها الموزَّعة، كذلك تحتوي على السندات والأسهم الممتازة، التي تمتاز بقدر كبير من

---

(١) محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، اثراء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٢، ص١٠٣.

(٢) عبد الغفار الحنفي، البورصات أسهم وسندات وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، القاهرة، ١٩٩٥، ص٢٩٨.

(٣) أسامة عبد المنعم الخولي، مرجع سابق، ص١١.

درجات الأمان، الأمر الذي يصبح فيه عاملاً جدياً للمستثمرين الباحثين عن الدخل المرتفع[1].

وتتناسب هذه النوعية من الصناديق مع المُستثمرين الراغبين في الحصول على عائد دوري مستقر وثابت، حيث يتم توزيع الأرباح وقياسها، في فترة دورية تتراوح بين ثلاثة أشهر أو ستة أشهر، ويتم توزيع الأرباح حسب نصيب كلّ وثيقة، ويتم ذلك لتغطية نفقات أعباء المعيشة للمستثمرين. وكذلك تتناسب هذه النوعية من الصناديق مع المُستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر، وذلك لأنَّ هذه النوعية من الصناديق تكون محفظتها الماليَّة متنوّعة من عدَّة أنواع للأوراق الماليَّة، وهذا ما يساعد على تقليل المخاطر[2].

وبذلك يختلف كل من صندوق النمو وصندوق الدخل من حيث هدف المستثمر من استثمار أمواله في كل منهما، فكما ذكرنا سابقاً في صناديق النمو، يكون هدف المستثمر عند اختياره هذه الصناديق لاستثمار أمواله فيها تكوين رأس مال له، أما في صناديق الدخل، فيكون هدف المستثمر في استثمار أمواله هو الحصول على دخل دوري يساعده في سد نفقات معيشته.

البند الثالث: صناديق الاستثمار المتوازنة

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسة، هي: تحقيق دخل دوري للمستثمرين، وكذلك تحقيق نمو طويل الأجل لرأس المال، بالإضافة إلى المحافظة على أموال المُستثمرين، وغالباً ما تتكوَّن محفظة الأوراق الماليَّة لهذا الصندوق من الأسهم العادية، والأسهم الممتازة والسندات[3].

وهذه الصناديق تتناسب مع المُستثمرين الذين يرغبون في تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم، وكذلك يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، حيث تكون أرباح هذا الصندوق جزئين: الجزء الأوَّل، أرباح توزَّع بصفة دورية على المُستثمرين، والجزء الآخر أرباح تُضاف إلى قيمة الوثائق، ومخاطر هذا الصندوق أقل من مخاطر السوق المتوقعة[4].

---

(١) محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص١٠٤.

(٢) عاطف حسن النقلي، صناديق الاستثمار الواقع والتجربة المصرية، مجلة الحقوق للبحوث القانونيَّة والاقتصاديَّة، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الأوَّل، ١٩٩٥، ص١٠٣.

(٣) عبد الرحمن بن عبد العزيز النفسية، مرجع سابق، ص١٠٦.

(٤) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص١٩٥.

الفقرة الثالثة: أنواع صناديق الاستثمار وفقاً لمكوناتها

تصنّف صناديق الاستثمار، وفقاً لمكوناتها – إلى أنواع عديدة – مثال ذلك: صناديق السلع[١]، وصناديق الاستثمار للعقارات[٢]، إلاَّ أنَّه وفقاً لمكونات أوراقها المالية، تُقسَّم إلى صناديق الأسهم العادية، وستتم دراستها في **(البند الأوَّل)**، صناديق السندات **(البند الثاني)**، الصناديق المتنوعة **(البند الثالث)**، وصناديق سوق النقد **(البند الرابع)**.

البند الأوَّل: صناديق الأسهم العادية

تحتوي هذه الصناديق على نوعٍ معيّنٍ من الأوراق المالية، وهذه النوعية من الأوراق هي الأسهم العادية فقط، وعلى الرغم من احتواء هذه الصناديق على هذه النوعية فقط، إلاَّ أنَّ الأسهم العادية لها عدة تقسيمات، أهمها: أسهم عادية محليَّة، وأسهم عادية دولية، حيث تتميّز الأولى بتحقيق مزايا ضريبيَّة للمستثمرين في الصندوق، وكذلك بتشجيع الدولة المنشئة للصندوق، وذلك لتمويل شركات الاستثمار القومية، أمَّا الثانية فتحتوي على أسهم دولية عادية، الأمر الذي يساعد في تحقيق عوائد أكبر[٣].

وبالتالي، يكون للمستثمر القرار في استثماراته، إذا كانت من خلال الأسهم العادية، وكذلك اختيار الأسهم المناسبه له.

ويمكن أنْ نميّز في هذا الصدد بين نوعين من إدارة هذه الصناديق، هما: صناديق تدار باستمرارية ويقظة، وصناديق لا تحظى سوى بقدر قليل من اهتمام الإدارة. ويقصد بالصناديق التي تُدار باستمراية ويقظة، تلك التي تسعي إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي يتمُّ تداولها في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية، لتتخلص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقة، أمّا الصناديق التي تحظي بقدرٍ ضئيلٍ من الإدارة، فهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً يذكر في اختيار

(١) يُقصد بصناديق السلع: تلك التي تختص باستثمار في عقود السلع بأنواعها كالألماس، والذهب، والفضة، والمعادن الأخرى؛ أما بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية، فهي تسمى بصناديق المرابحات، ولا تعمل في مجال الذهب والفضة والنقود، حيث يأتي فيها القبض المباشر، وتتميز هذه الصناديق بأنَّها منخفضة الخطورة؛ لمزيد من التفاصيل راجع: عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص١٠١-١٠٢.

(٢) يُقصد بصناديق استثمار العقارات: تلك التي تستثمر أموالها في بيع وشراء العقارات التجاريَّة والصناعيَّة؛ لمزيد من التفاصيل ينظر: أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سابق، ٢٠١٠، ص١٤٨.

(٣) أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، الطبعة الثانية، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، ٢٠٠٦، ص٦٤-٦٥.

التشكيلة التي تتضمنها، فهي تسعى إلى تحقيق عائد يماثل العائد على محفظة السوق، ومن ثمَّ فإنَّها تكتفي بتشكيل مكونات الصندوق من تشكيلة الأوراق المالية ذاتها (الأسهم العادية)(١).

البند الثاني: صناديق السندات

يُقصد بصناديق السندات تلك الصناديق التي تحتوي محافظها على السندات فقط، والتي تصدرها منشآت مختلفة، وكذلك السندات التي تصدرها الحكومة؛ وتتميَّز السندات التي تصدرها الحكومات بالإعفاء الضريبي، بما يتناسب مع رغبة المُستثمرين. وهنالك أيضاً السندات ذات العائد المنخفض، ولكن نسبة الخطورة فيها تكون بالمقابل منخفضة، وكذلك توجد الصناديق التي تشتمل على بعض السندات التي تكون متباينة من حيث الجودة، وتختلف فيها درجة المخاطر؛ وكذلك بالنسبة للعائد المتولد(٢)، وعلى المُستثمرين اختيار الأنسب بين هذه الصناديق التي تحقق رغباتهم ومصالحهم، وكذلك تحمل مخاطر أقل.

وتقسم صناديق السندات إلى عدَّة أصناف(٣)، مثال ذلك: صناديق السندات المحلية التي تحتوي على السندات التي تصدرها الحكومات المحلية، وتكوِّن هذه السندات المجموعة الأكبر في الصندوق، وقد تحتوي على نسبة ضئيلة من السندات غير الحكومية، وأيضاً على صناديق سندات دولية، وهي السندات التي تصدرها بعض الدول الأجنبية، وقد تكون أيضاً، محافظ هذه الصناديق دولية محلية تحتوي على السندات المحلية إضافة إلى السندات الدولية، وإلى صناديق السندات الخاصة، حيث تنقسم هذه الصناديق إلى قسمين: الأوَّل السندات المَعفية من الضريبة وتصدرها الحكومات – كما سبق ذكره – وغالباً ما تكون هذه الصناديق مضمونة، أمّا القسم الثاني: فهو صناديق السندات القابلة للتحول إلى أسهم؛ حيث إنَّ الهدف من هذه الصناديق هو ارتفاع قيمة هذه السندات مع ارتفاع قيمة الأسهم، والاستفادة من الربح، وأخيراً صناديق السندات ذات العائد الدوري، التي يمكن للمستثمر فيها استثمار أمواله على شكل عائد دوري منتظم يستفيد منه في دخل المعيشة.

---

(١) نقلاً عن: صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجربة جمهورية مصر العربيَّة مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، مرجع سابق، ص ١٩٢-١٩٣.

(٢) محمد سعيد الدقاق، صناديق الاستثمار بين الواقع والتجربة المصرية، مجلة الحقوق للبحوث القانونيَّة والاقتصاديَّة تصدرها كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الثاني، ١٩٩٥، ص١٠٤.

(٣) محمد سعيد الدقاق، المرجع السابق، ص١٠٣.

البند الثالث: الصناديق المتنوعة

تحتوي هذه الصناديق في محافظها على مزيج من الأسهم العادية، والسندات التي تصدرها الحكومة، ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وكذلك الأسهم الممتازة[(١)]، لذا، تسمَّى بالصناديق المتنوِّعة؛ حيث تحتوي على عدَّة أنواع من الأوراق الماليَّة، وتختلف نسبة الأسهم العادية باختلاف الأهداف[(٢)].

والجدير بالملاحظة أنَّه غالباً ما تستثمر هذه الصناديق ما نسبته من (٥٠-٦٠%) من أموالها في الأسهم، أمَّا الباقي فيُستثمر في صورة سندات نقدية.

البند الرابع: صناديق سوق النقد

تستثمر هذه الصناديق في الأوراق الماليَّة قصيرة الأجل، مثل: الأوراق التجاريَّة، وشهادات الإيداع، وأذونات الخزينة، وتتميَّز بالسيولة العالية، كما تحافظ على رأس المال؛ ولذلك نجدها ذات خطورة منخفضة، وبالتالي يكون العائد المتوقّع منها منخفضاً أيضاً[(٣)].

ويلاحظ على هذه النوعية من الصناديق، أنَّ هدفها الوحيد هو الاستثمار في الودائع والأوراق المالية قصيرة الأجل.

الفرع الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية

ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية نتيجة طلبات المستثمرين توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثماراً مشروعاً، وقد ساعد تأسيس المصارف الإسلامية على إنشاء هذا النوع من الصناديق؛ بل لم يقتصر الأمر على المصارف الإسلامية، وإنما أخذت المصارف التقليدية بإنشاء صناديق إسلامية لما تتمتع به هذه الصناديق من مزايا.

وقد تزايد انتشار صناديق الاستثمار الإسلامية في أنحاء العالم بسبب بساطتها؛ إذ لم يكن عددها

---

(١) وفاء سليمان شديد، مرجع سابق، ص٣٢.

(٢) عندما يكون الهدف من الصندوق المتنوع هو تحقيق عائد مرتفع، وبالتالي، تكون درجة المخاطر المتوقعة مرتفعة، وبالتالي ترتفع نسبة الأموال التي يستثمرها الصندوق في الأسهم العادية، والعكس صحيح، أمّا عندما يكون الهدف هو الحد من المخاطر، فبالتالي ترتفع نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق الماليَّة ذات العائد الثابت؛ لمزيد من التفاصيل راجع: منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص٣٦.

(٣) محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص١٠٥.

يتجاوز (٣٠٠) صندوق اسلامي في عام ٢٠٠٤، في حين وصل عددها إلى اكثر من (٩٥٠) صندوقاً في بداية عام ٢٠١١، وارتفع عدد هذه الصناديق إلى (١٠٦٩) في سنة ٢٠١٤، وهذا الانتشار السريع لصناديق الاستثمار يدعونا إلى التعرف على ماهيتها، وهذا ما سنتناوله في (**الفقرة الأولى**)، بينما نتعرف إلى أنواعها في (**الفقرة الثانية**).

الفقرة الأولى: ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية

صناديق الاستثمار الإسلامية هي أحد أنواع صناديق الاستثمار، وتعرف هذه الصناديق بأنَّها: "صناديق تهدف إلى تجميع أموال المدخرين واستثمارها في الأوجه والمجالات التي تتَّفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، للحصول على الربح الحلال، بعيداً عن الربا. ويمكن القول: إنَّ الصناديق الإسلامية أنشئت لفئة من المُستثمرين من الذين يحرصون على الحصول على الدخل المُباح، وفق الضوابط الإسلامية، ولذلك لا تستثمر هذه الصناديق في سندات مؤسسات ربوية[(١)].

أما أسهم شركات الاستثمار، فقد اختلف الفقه في إباحة التعامل بها من حيث إنَّ أصل نشاطها وإنْ يكن مباحاً، لكنَّها قد تمارس بعض النشاطات التي لا تجوز شرعاً، لذلك يرى البعض أنَّ التعامل باسهم الشركات التي تمارس نشاطاً محرماً من نشاطهاتها مهما كانت نسبته يعتبر التعامل بأسهمها كلها حرام. أما البعض الآخر، فيرى أنَّه يكفي أنْ لا يغلب الحرام على الحلال في نشاط الشركة حتى يجوز التعامل بأسهمها لكنهم يشترطون أنْ يكون نشاط الشركة الأساسي غير محرم، مع استبعاد الدخل المتحقق من نشاط محرم شرعاً[(٢)].

وقد أُسّست صناديق الاستثمار الإسلامية على الرأي الاخير، على أنْ يتولى مدير الاستثمار تقدير الدخل الحرام لإخراجه مما يتحقق للمستثمر من ربح[(٣)].

وتختلف الصناديق الإسلامية عن صناديق الاستثمار التقليديَّة، بأنَّ نشاطها لا يقتصر – فقط – على دور الوسيط بين المدخرين والشركات الأخرى، أو تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها، كما في الصناديق التقليدية، إنَّما يشتمل على الدخول في عمليات استثمارية مباشرة في مختلف القطاعات

---

(١) هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر العلمي الأوَّل للاستثمار والتمويل في فلسطين، المنعقد بكلية التجارة الجامعة الإسلامية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، ٢٠٠٥، ص١٨.

(٢) صفية احمد ابو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية، المنعقد بكلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات، مجلد الثالث، دبي، ٢٠٠٥، ص٨٤٤

(٣) هشام جبر، مرجع نفسه، ص١٠٧.

الاقتصادية، سواء أكان في المجال التجاري، أم في مشروعات استثمارية عقارية، أم في أنشطة أخرى، كالمرابحة، والسَّلَم، والاستصناع[1].

ويقوم الاستثمار في الصناديق الإسلامية على عدة مبادئ أبرزها[2]:

- أنْ يكون عمل الشركة مباحاً، ونشاطها موافقاً للضوابط الإسلامية.
- يجب تقدير الدخل غير الشرعي الناتج عن الاستثمار في شركات يُعدُّ نشاطها مُباحاً، ولكنها تمارس بعض الأنشطة غير الجائزة، كالاقتراض، ومن ثمَّ استبعاده من الإيرادات الموزعة على حملة الوثائق.
- يتقيد مدير الصندوق بشروط صحة البيع، فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون، أو النقود، وذلك لعدم جواز بيع الدين للغير.

عدم ممارسة عمليات غير جائزة، مثل بيع الأسهم القصير، أو شراء الخيارات المالية، وما إلى ذلك.

أمّا عن مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية، فهي تمتلك ما تمتلكه الصناديق التقليدية من مزايا، إلاَّ أنَّ التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية يؤثر في نطاق الميزاتها في الزيادة والنقصان، كما يلي:

١- التنويع: هو توزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأصول، بهدف تخفيض المخاطر. وتمتاز صناديق الاستثمار الإسلامية بالتنويع، ولكن بدرجة اقل من صناديق الاستثمار التقليدية، بسبب استبعادها طائفه من أسهم الشركات المساهمة التي يعد نشاطها الكلي أو الجزء الأعظم منه غير مباح، كذلك استبعاد السندات التقليدية، لأنَّها تقوم على أساس ربوي.

٢- الاطلاع المستمر: يكون الاطلاع في صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر دقة، بسبب وجود هيئة الرقابة الشرعية، بالإضافة إلى الأجهزة الرقابية الموجودة في صناديق الاستثمار التقليدية والتي تراقب العمليات الاستثمارية التي تتم في الصندوق، والتقارير الصادرة عنها؛ وبالتالي، يتمكن المستثمرون من الحصول على معلومات اكثر دقة وكفاية من المستثمرين في الصناديق التقليدية[3].

---

(١) صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص ٩٧.

(٢) نزيه مبروك عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٧، ، ص ١٠٨.

(٣) هشام جبر، مرجع سابق، ص٧.

الفقرة الثانية: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية.

إنَّ صناديق الاستثمار الإسلامية لا تختلف – من حيث التقسيم – عن صناديق الاستثمار التقليدية؛ حيث تقسم إلى: صناديق استثمار مفتوحة، وصناديق استثمار مغلقة؛ إلاَّ أنَّ الاختلاف بين الأنواع يظهر في بعض تقسيمات الصناديق بسبب الاختلاف في الموارد المالية للصندوق، ومن أهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية ما يلي:

١- صناديق الأسهم الإسلامية: تعرف صناديق الأسهم الإسلامية بأنَّها الصناديق التي تقوم باستثمار أموالها في أسهم الشركات المساهمة، التي يجوز لها شرعاً الاستثمار فيها، وتحصل على الأرباح من عوائد الأسهم المستثمر فيها، بالإضافة إلى الأرباح المحققة من بيع الأسهم وشرائها عند تغير أسعارها[١].

٢- صناديق السلع الإسلامية: تعرف صناديق السلع الإسلامية بأنَّها صناديق يتمثل نشاطها الإسلامي الأساسي في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ففي هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الأموال المكتتبة في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها، وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق[٢]، ولصناديق السلع الإسلامية ضوابط يجب التقيد بها، كأن يقتصر نشاطها على السلع المباحة، التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل؛ وبالتالي، يُستثنى من نشاط هذه الصناديق الذهب والفضة ويُشترط أنْ يكون البيع حقيقياً وليس صورياً، كان يقع على سلعة موجودة فعلاً، وأنْ يتحقق القبض الذي هو أساس صحة البيع، كما يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين، فإنْ لم يتحدَّد السعر، أو ترك لأي سبب لا يعد البيع جائزاً[٣].

٣- صناديق التأجير الإسلامية: تُعرف صناديق التأجير الإسلامية بأنَّها صناديق تقوم باستخدام الأموال المكتتبة في شراء الأصول المولَّدة وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذوي الملاءة المالية، بحيث تولِّد دخلا مستقراً للاستثمار وتبقى ملكيتها للصندوق، ويتم تحصيل الإيجارات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول، وهذه الإيجارات تعد مصدر دخل للصندوق[٤].

---

(١) صفوت عبد السلام عوض الله مرجع سابق، ص٨١.

(٢) المرجع نفسه، ص٨٣.

(٣) محمد علي القري، صناديق الاستثمار الإسلامية بحث مقدم إلى ندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المعاصرة والتي عقدت في الدار البيضاء المملكة المغربية ١٩٩٨ ص٤٢٨.

(٤) صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص٨٣.

٤- صناديق المرابحة: تهدف هذه الصناديق إلى التمويل بالأجل عن طريق المرابحة، وتستثمر أموال الصندوق في شراء سلعة ثمَّ بيعها إلى طرف ثالث[1].

(١) سعدية عويد عوني الصالحي، تحديد متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في العراق، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ٢٠١٠، ص٢٣.

المبحث الثاني

ميزات صناديق الاستثمار

لا شك في أنَّ صناديق الاستثمار تعمل من خلال سوق الأوراق الماليَّة، وتنشط في تلك البيئة، بهدف تحقيق الفوائد التي تعود للمستثمرين[١]. ولكن من خلال الاطلاع، والدراسة، والواقع، نجد أنَّ هناك بعض العيوب التي تترافق مع عمل هذه الصناديق، لكن قبل دراسة هذه المزايا والعيوب نجد أنه من الضروري بيان الشكل القانوني لصناديق الاستثمار؛ حيث إنَّ بعض القوانين تسبغ على صناديق الاستثمار أشكالاً مختلفة، كأنْ تتَّخذ شكل الشركة المساهمة، أو شكل البنوك، أو الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة.

ويجب توضيح أمر مهم في هذا السياق، وهو ما يميِّز صناديق الاستثمار عمَّا يشبهها؛ حيث إنَّ بعض الهيئات الماليَّة والشركات التي تعمل في مجال الأوراق الماليَّة، قد تتشابه مع صناديق الاستثمار، إلاَّ أنَّ هذه الصناديق ذات تنظيم فريد وهدف معيَّن.

لذا، سوف يتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين: ندرس في **(المطلب الأوَّل)** منهما اهمية صناديق الاستثمار والنتائج، أما في **(المطلب الثاني)** فسنتناول الشكل القانوني لصناديق الاستثمار وتمييزها عمَّا يشبهها.

المطلب الأوَّل: أهمية صناديق الاستثمار والنتائج

تُعتبر صناديق الاستثمار وسيلة من وسائل الاستثمار الحديثة؛ وبالتالي، من الضروري دراسة هذه الصناديق بشكل دقيق، ذلك أن، لصناديق الاستثمار دوراً مهماً في تنشيط حركة الأسواق الماليَّة، ما يؤثِّر بشكل إيجابي على ازدهار الاقتصاد الوطني، وسوف نقوم بدراسة أهمية صناديق الاستثمار في **(الفرع الأوَّل)**، ونتائج صناديق الاستثمار في **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأوَّل: أهمية صناديق الاستثمار

تتميَّز صناديق الاستثمار بأنَّها توفر للمستثمرين تنوّعاً في أساليب الاستثمار وأدواته (الأسهم

---

(١) حامد محسن جداح، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق الماليَّة في مصر وإمكانية إقامتها في العراق، رسالة ماجستيرمقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ٢٠٠٩، ص٨٨.

والسندات)، بالإضافة إلى ذلك، تمتلك قدراً كافياً من الخبرة في الاستثمار بحيث تنوّع أدواتها، وتقلّل من المخاطر، وخصوصاً في الأدوات المالية[1]، بالإضافة إلى أهميتها في تحفيز الاقتصاد القومي؛ حيث تعمل على جلب رؤوس الأموال، والمساهمة في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل المشروعات الكبرى المختلفة.

وبالتالي، فإنَّ لصناديق الاستثمار أهمية بالغة في سوق الأوراق المالية، وهذا ما ستتم دراسته في **(الفقرة الأولى)**، إضافة إلى دراسة أهمية صناديق الاستثمار الاقتصادية، في **(الفقرة الثانية)**.

الفقرة الأولى: أهمية صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية

تأتي أهمية صناديق الاستثمار من كونها تهدف إلى تنشيط بورصة الأوراق المالية في البلد الذي تتواجد فيه، وهذا ما ستتم دراسته في **(بند أول)**، وكذلك سيتم تناول أهمية صناديق الاستثمار من حيث كونها أداة تمويل غير مباشرة في **(بند ثانٍ)**.

البند الأوَّل: مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية

قد لا يتشجع بعض المُستثمرين الصغار على التعامل المباشر في بورصة الأوراق المالية، وذلك قد يكون لعدّة أسباب، منها: قلّة مواردهم في الاستثمار المباشر في الأوراق المالية مع زيادة تكلفة تلك الصفقات، وكذلك عدم خبرة المُستثمرين منهم في سوق الأوراق المالية؛ وبالتالي، تظهر أهمية صناديق الاستثمار، من كونها تقوم بمعالجة هذا الوضع، وذلك عن طريق السماح لهم بالانضمام إلى تكتلات مالية كبيرة، ومن هنا، تبرز أهمية صناديق الاستثمار بالنسبة للأوراق المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية وانتظامها[2].

وتتبيَّن أهمية هذه الصناديق في تنشيط سوق الأوراق المالية، عند خسارة بعض المدخرين أموالهم جرَّاء استثمارها في سوق الأوراق المالية (البورصة)، بسبب عدم خبرتهم، وتواضع مدخراتهم، الأمر الذي يجعلهم يحجمون عن ارتياد سوق الأوراق المالية (مرة ثانية)؛ ولذلك، فإنَّ وجود صناديق استثمار منظمة، ذات خبرة، تقوم باستقبال هذه المدخرات، واستثمارها بشكل يؤمن عائداً متزناً وآمناً للمدخرين العاديين؛ يضمن عدم تعريض هذه المدخرات للتقلبات التي قد تحدث بكثرة، إذ إنَّها تبتعد عن المغامرة بالدخول في

---

(١) عبد الرحمن بن عبد العزيز النفسية، مرجع سابق، ص١٠٩.
(٢) مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سابق، ص١٧٦

المضاربات[1].

وتقوم صناديق الاستثمار بتوزيع الأرباح من الأسهم وفوائد السندات، وذلك في صورة عوائد للصكوك التي تصدرها هذه الصناديق للمدخرين[2]. كما أنَّها تعمل على جذب رؤوس الأموال من الخارج لاستثمارها في سوق الأوراق المالية المحلية التي تشكل محوراً لنشاط هذه الصناديق[3]. وبالتالي، تقوم صناديق الاستثمار على أساس التعامل في الأوراق المالية على مدار السنة، وتزويد الجمهور الراغبين في الانضمام إليها، بالمعلومات والبيانات الصحيحة التي تتوصَّل الصناديق إليها؛ وبالتالي، تؤدي إلى تنشيط سوق الأوراق المالية.

البند الثاني: صناديق الاستثمار أداة تمويل

تعتبر صناديق الاستثمار كالمؤسَّسات المالية، من بنوك عادية وبنوك استثمارية، أداة تمويل غير مباشرة وآمنة، في سوق الأوراق المالية (البورصة)، وهي في الوقت نفسه، تساعد عبر التداول في الأوراق المالية في تمويل المشاريع التي تقيمها[4]؛ وبالتالي، يؤدي ذلك إلى تمويل المشروعات التي تقوم نتيجة تداول الأوراق المالية.

كما أنَّ هناك أهمية أخرى متعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية تتمثَّل بسلة الصكوك التي تُعتبر حماية للأموال من خطر هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم[5]؛ حيث تحتوي هذه السلة على عدَّة أنواع من الصكوك والأوراق المالية.

الفقرة الثانية: الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار

باعتبار أنَّ صناديق الاستثمار هي أداة تمويل مهمة تعطي زخماً لسوق الأوراق المالية وتمّدها بالنشاط والفاعلية – كما سبق وأشرنا إليه – فهي تؤدِّي وظيفة اقتصادية مهمّة، وتساعد على التنمية الاقتصادية، سواء للمستثمر أم للاقتصاد الوطني. ولذلك، سوف نتناول في دراستنا الأهمية الاقتصادية

(١) عبد الفضيل محمد أحمد، توظيف الأموال، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، ١٩٩١، ص١١.
(٢) منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص٤٥.
(٣) رابح راتب، صناديق الاستثمار في ظل سياسة الخصخصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، السنة العاشرة، العدد الاول، ١٩٩٥، ص٦٣
(٤) منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمُستثمرين، مرجع سابق، ص٤٧-٤٨.
(٥) نشأت عبد العزيز، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مؤسسة الأهرام، القاهرة، ١٩٩٤، ص٩٥.

بالنسبة للمستثمر في **(بند أوَّل)**، ثمَّ الأهمية الاقتصادية بالنسبة للاقتصاد الوطني في **(بند ثانٍ)**.

البند الأوَّل: الأهمية الاقتصادية بالنسبة للمستثمر

لصناديق الاستثمار أهمية بالغة بالنسبة للمستثمر؛ إذ إنَّه يستفيد من استثمار أمواله في الصناديق، وكذلك يستفيد من مميزات الإدارة المحترفة لصناديق الاستثمار التي تتمتَّع بالخبرة اللازمة لدى العاملين فيها، من موظفين محترفين وباحثين مميّزين في هذا المجال، ما يجعل توجيه الأموال للاستثمار أكثر ضماناً لصغار المُستثمرين[١].

وبالتالي، تقوم صناديق الاستثمار بمعالجة عسر المدخر العادي[٢]، الذي ليست لديه القدرة على معرفة خفايا السوق وأسرار الشركات، بالإضافة إلى عدم إلمامه بالعوامل التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية، لذلك، فإنَّ الاستثمار الأمثل لهذه الأموال يكون عبر صناديق الاستثمار من خلال استثمارها في الأوراق المالية، حيث يطلق عليها تسمية "القيم المنقولة".

كما أنَّ صناديق الاستثمار أكثر قدرة من المستثمر العادي على انتقاء الاستثمارات المناسبة وتوقيت البيع والشراء وفقاً للظروف المناسبة؛ وبالتالي، فهي قادرة على زيادة العائد على الاستثمار، كما أنَّ صناديق الاستثمار لها القدرة على جمع المدخرات وتوجيهها نحو فرص استثمارية جيدة، يصعب على الأفراد القيام بها، لأنَّها، وبموجب المبالغ الضخمة المدفوعة، لديها القدرة على دخول مشاريع كبيرة[٣].

وتبرز الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمر من خلال الإدارة المحترفة التي تعتمد، معلومات فنية دقيقة تساعدها على تقييم المشروعات، ما يساعد المُستثمرين على تحمّل أقل المخاطر، وتحقيق أعلى عائد لهم.

البند الثاني: الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار بالنسبة للاقتصاد الوطني

ذكرنا في سياق دراستنا أهمية صناديق الاستثمار في الأسواق المالية من حيث تنشيطها حركة

---

(١) عبد الرحمن بن عبد العزيز النفسية، مرجع سابق، ص١٠٩.

(٢) تعطي صناديق الاستثمار الفرصة لصغار المُستثمرين لتملك جزء من محفظة الاستثمارات المتنوعة، حيث يستطيع صغار المُستثمرين القيام باستثمار مبلغ محدود من الأموال في الوثائق التي يصدرها الصندوق، حيث سمح ذلك لهم من خلال تنوع الاستثمارات تحقيق أرباح لم يكن بالإمكان الوصول إليها، لمزيد من التفاصيل راجع: منير إبراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص٤٢.

(٣) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص١٧٢.

أسواق رأس المال، وكونها أداة تمويل، تسهم في حيوية الاقتصاد القومي، وتُعدُّ ركناً مهماً من أركان الهيكل التمويلي في النظم الاقتصادية.

كما تحقق صناديق الاستثمار العديد من المزايا للاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى دورها المهم في تنشيط حركة أسواق المال، ومن أهم هذه المزايا:

- حماية المدخرات الوطنية، ومنع تسريبها إلى الخارج؛ حيث إنَّ صناديق الاستثمار تفتح المجال أمام المدخرين الوطنيين لاستثمار أموالهم في الداخل، خاصة أولئك الذين لا يهمهم إيداع أموالهم في البنوك لأسباب خاصة، وكي لا تُسرَّب أموالهم أو استثماراتهم إلى خارج البلاد، وهو ما يؤثر سلباً على دورة النشاط الاقتصادي القومي، وكذلك تساعد أصحاب المدخرات الذين يرغبون بالاستثمار في الأوراق المالية، ولكن تنقصهم الخبرة، والمقدرة المالية الكافية للقيام بذلك[١]. وبالتالي، فإنَّ صناديق الاستثمار بتتبعها الفرص الاستثمارية المحلية تمنع هذه المدخرات من الخروج والبحث عن تلك الفرص خارج البلاد.
- تحريك الأموال الجامدة؛ حيث إنَّ صناديق الاستثمار تعطي الثقة لأصحاب الأموال الذين يحجمون عن استثمارها، إما لنقص الخبرة الكافية، أو لعدم ثقتهم بأموال السوق، فبوجود هذه الصناديق التي تديرها الشركات أو البنوك يتشجعون على استثمار أموالهم الجامدة[٢]؛ وبالتالي، يتم توجيه هذه الأموال نحو تمويل المشروعات المختلفة لخدمة الاقتصاد القومي وازدهاره.
- توفر هذه الصناديق السيولة التي لا يمكن أنْ تتوافر على المستويات الشخصية؛ وبالتالي، نلاحظ تزايد هذه الصناديق بشكل ملحوظ في العالم، باعتبارها من أهم الأدوات المالية المعاصرة التي تساعد في ازدهار الاقتصاد القومي للدول التي تنظِّم هذه الصناديق[٣].
- توسيع قاعدة الملكية: إنَّ وجود هذه الصناديق ذو أهمية في تنويع الاستثمارات في الأسواق المالية بشتى أنواعها؛ بل وحتى خارج الأسواق المالية ما يؤدي إلى توسع قاعدة الملكية، خاصة بالنسبة للمشروعات العملاقة[٤].

---

(١) صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص٥٩.
(٢) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص١٧١. وكذلك عبدالرحمن عبد العزيز النفسية، مرجع سابق، ص١١١.
(٣) صفوت عبدالسلام عوض الله، مرجع سابق، ص٥٩.
(٤) عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص١١٢

لقد تبيَّن في ما سبق مدى أهمية صناديق الاستثمار، خاصة من حيث كونها تعتمد على النشاط الفردي والحرية الاقتصادية، وهو ما يُعدُّ ركناً مهماً في الهيكل التنظيمي التمويلي في النظُم الاقتصادية، كما تبيّنت أهمية الاستثمار لدى الأفراد، نظراً لما يؤديه ذلك من تطور اقتصادي على الصعيد الشخصي أو الصعيد المحلي. كذلك تبيّن أنَّ ثمة علاقة مباشرة بين النمو الاقتصادي وزيادة الكفاءة الإنتاجية من جهة، وبين نمو سوق رأس المال، وبصفة خاصة سوق الأوراق المالية[١] من جهة أخرى.

الفرع الثاني: نتائج صناديق الاستثمار

سنقوم بدراسة نتائج صناديق الاستثمار، من خلال فرعين: مزايا صناديق الاستثمار في **(الفقرة الأولى)**، عيوب صناديق الاستثمار في **(الفقرة الثانية)**.

الفقرة الأولى: مزايا صناديق الاستثمار

لصناديق الاستثمار دور مهم وحيوي في التنمية الاقتصادية، ما يعني أنَّ ثمة مزايا عديدة ومهمة، تتميز بها صناديق الاستثمار دون سواها، وهي:

البند الأوَّل: تنويع التشكيلة التي يتكون منها الصندوق

من أهم مزايا صناديق الاستثمار، تنوُّع التشكيلة التي يتكوَّن منها صندوق الاستثمار، وهذا التنوع يؤدِّي إلى تقليل المخاطر المتوقّعة على الصندوق؛ إذ إنَّ وجود رأس مال ضخم، لا يتوافر للمستثمر العادي، يقتضي التقليل من المخاطر المتوقعة، وكذلك وجود عدد كبير من الأوراق الماليَّة وتنوّعها (الأسهم والسندات)، حيث يتمُّ فيه توزيع الادخار على الأسهم من جهة، والسندات من جهة أخرى؛ إذ إنَّ هذا التنوع يكفل تقليل مخاطر الاستثمار، حيث يوزعها توزيعاً قانونياً واقتصادياً وجغرافياً[٢].

وهنا، يجب التمييز بين نوعين من المخاطر: النوع الأوَّل: الخطر المنتظم؛ وهذا النوع من المخاطر لا يمكن تقليله بالتنوُّع، وهو عادةً ما يُطلق عليه، خطر السوق؛ إذ يعتبر من المخاطر العامة التي لا يمكن تجنُّبها حال حدوثها، ومن أمثلة هذه المخاطر: مخاطر التضخم؛ أمَّا النوع الثاني، فهو الذي يُطلق عليه الخطر غير المنتظم، وهذا الخطر يمكن التقليل منه والتغلُّب عليه عن طريق التنوع، وهذا النوع من

(١) محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص٢٨.

(٢) نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص١١٥،

المخاطر يرتبط بنوعية الاستثمار في الأوراق الماليَّة، ومن أمثلة هذه المخاطر: المخاطر الماليَّة، ومخاطر السيولة التي تتعرَّض لها بعض الشركات دون غيرها؛ وبالتالي، فإنَّ تنوُّع التشكيلة التي يتكوَّن منها الصندوق، يؤدِّي إلى التقليل من المخاطر الكلية[1]. في حين أنَّ المستثمر الصغير لا يستطيع التقليل من هذه المخاطر بمفرده؛ وبالتالي، فإنَّ اشتراك المستثمر في الصندوق يجنِّبه المخاطر التي قد يتعرَّض لها في حال قيامه بالاستثمار المباشر[2].

البند الثاني: الاستفادة من خبرة الإدارة المحترفة

إنَّ البيئة الاستثماريَّة بالغة التعقيد، وليس من السهولة واليسر اتِّخاذ بعض القرارات الاستثماريَّة، فعندما يقوم المستثمر بشراء أسهم المنشآت من السوق المنظَّم أو غير المنظَّم، أي الاستثمار المباشر، يقع على عاتقه بعض الالتزامات المُكلفة، فهو يتَّخذ القرارات الاستثماريَّة، وكذلك يحفظ جميع المعاملات التي يقوم بها لأغراض الضريبة بسجلات خاصة، وكذلك يجب عليه أنْ يراقب حركة الأسعار في السوق، وذلك لتدارك المخاطر التي تقع عليه؛ أمَّا في حال تعامله مع صناديق الاستثمار بمبلغ ضئيل، فهذه الالتزامات تتلاشى، وذلك لأنَّ صناديق الاستثمار توفر الخبرات الإدارية والاستثماريَّة الواسعة[3].

كما توفّر صناديق الاستثمار مستشارين استثماريين محترفين، وباحثين متميزين، لهم معرفة وخبرة بأحوال السوق، بما يمكِّن هذه الصناديق من إدارة استثماره بدرجة عالية من الكفاءة؛ وبالتالي، يمكنهم انتقاء الأوراق الماليَّة المناسبة التي قد تحقّق ربحاً إلى جانب الربح الرأس مالي، وهذا ما لا يتوافر للمستثمر العادي[4]، وهذه يخفِّف عن المُستثمرين العديد من الأعباء الادارية اليومية، وأعباء مسك الدفاتر[5].

---

(١) إنَّ التنويع في صناديق الاستثمار يؤدِّي إلى التقليل من المخاطر الكلية للاستثمار، أما المستثمر الصغير، فإنَّه عندما يتعرض للخسارة في بورصة الأوراق الماليَّة، سوف يترك السوق، ما يؤثر سلباً في تعامل المُستثمرين مع سوق التداول، حيث يؤدِّي ذلك إلى ركود سوق الأوراق الماليَّة؛ وبالتالي، يؤثر في النشاط الاقتصادي، بما أنَّ سوق الإصدار مرتبط تماماً مع سوق التداول الثانوي ارتباطاً وثيقاً، وهذا ما ينعكس بالنتيجة على سوق الإصدار، ما يقلِّل فرص تمويل الشركات المساهمة، وهذا ما يؤثر بدوره على الاقتصاد سلباً؛ للمزيد من المعلومات يراجع: عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق الماليَّة، مرجع سابق، ص٢٢.

(٢) أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سابق، ص١٣٢؛ أسامة عبد المنعم الخولي، مرجع سابق، ص١١٣.

(٣) منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص٤٢؛ نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص١١٤.

(٤) أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص٥٥.

(٥) عبد الرحمن مرعي، مرجع سابق، ص٢٨٨.

البند الثالث: المرونة والملاءمة

ورد معنا بين ثنايا هذه الدراسة، أنّه يحقّ للمستثمرين في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، استرداد أسهمهم جزئياً أو كّلياً بالسعر الصافي من قيمة الأسهم، إذ إنَّ هذه النوعية من صناديق الاستثمار تكون على استعداد دائم للاسترداد، فيحقّ للمستثمر فيها أنْ يحوِّل استثماراته من صندوق إلى آخر مقابل رسوم ضئيلة، وتقدِّم هذه النوعية من الصناديق خدمة متميِّزة بسبب مرونة وسهولة التعامل معها[١]. ما يتيح للمستثمر تغيير أهدافه عبر الزمن؛ بأنْ يقوم بتصفية استثماراته دفعة واحدة، أو على دفعات شهرية، أو ربع سنوية، أو نصف سنوية[٢].

كما يمكن للمستثمر أنْ يحافظ على رأس ماله في الصندوق، ويقوم بسحب الدخل المتولِّد عنه فقط، كما يجوز له أنْ يقوم بإعادة استثمار ذلك الدخل[٣].

البند الرابع: الوصول إلى سوق الأوراق الماليَّة الدوليَّة

في الحالات الفردية للاستثمار، لا يمكن للمستثمر الوصول إلى سوق الأوراق الماليَّة الدوليَّة لعدَّة أسباب، أهمها انعدام الخبرة الكافية، وكذلك يتطلَّب الوصول إلى سوق الأوراق الماليَّة الدولية تكاليف باهظة، لا يمكن للمستثمر بمفرده تحمُّلها[٤].

إذن، فإنَّ صناديق الاستثمار تقوم بإتاحة الفرصة أمام المُستثمرين، للوصول إلى أسواق الأوراق الماليَّة حول العالم، ما يزيد من فرص التنوُّع والاستفادة من أسواق الأوراق الماليَّة التي تتمتَّع بإمكانات نمو وذات تنظيم قانوني مستقر.

---

(١) عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق الماليَّة، مرجع سابق، ص٢٤.

(٢) إذا كان يمكن للمستثمر سحب مستحقاته على دفعات، فإنَّه يمكنه أيضاً شراء أسهم صناديق الاستثمار على دفعات، ربما لسنة، أو لسنوات، ويتم ذلك بقيام المستثمر بفتح حساب لدى أمين الصندوق، وهذا عادة ما يكون بنكاً تجارياً، قد تحدِّده شركة الاستثمار، حيث يتمُّ إيداع الدفعات في ذلك الحساب على أنْ يقوم البنك باستثمارها في أسهم الصندوق المختار؛ لمزيد من التفاصيل راجع: منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص٤٥.

(٣) تشجع صناديق الاستثمار المفتوحة التعامل بالبيع والشراء بحصصها، أو إصداراتها من خلال التلفاز والشبكة العنكبوتية المعلوماتية، أو من خلال البريد، وهو ما يسمى باسترداد حصة الاستثمار في الصناديق المفتوحة (redemption) ومعناه أنَّ المحفظة قد انخفضت بقيمة الحصة المستردة، بناءً على طلب المستثمر؛ لمزيد من التفاصيل راجع: عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق الماليَّة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١٠، ص٢٠.

(٤) أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سابق، ص١٣٢.

الفقرة الثانية: عيوب صناديق الاستثمار

رغم تنوُّع صناديق الاستثمار ومرونتها، والخبرات التي تقدِّمها لصغار المُستثمرين وكبارهم، بالإضافة إلى وصول المُستثمرين عن طريق هذه الصناديق إلى سوق الأوراق الماليَّة الدولية، فإنَّها لا تخلو من بعض المخاطر والعيوب التي يأتي في مقدمتها:

البند الأوَّل: المخاطر التي تقع على صناديق الاستثمار.

قد تقع على صناديق الاستثمار عدّة مخاطر تعيق هدف صندوق الاستثمار، وقد يكون سبب هذه المخاطر متعلقاً بإدارة الصندوق، أو بسبب التغيرات التي تطرأ على السوق، لذا سوف نبيّن أنواع المخاطر التي تقع على هذه الصناديق، وهي:

أولاُ: المخاطر المتعلقة بإدارة الصندوق

أحد المخاطر التي يتعرَّض لها المستثمر في صناديق الاستثمار أنَّه لا يملك أي سلطة على ما يتم شراؤه من الأوراق الماليَّة التي يتم استثمارها في الصندوق ما يتطلَّب بحثاً دقيقاً حول أعمال مدير الصندوق ونزاهته في شراء الأوراق الماليَّة التي يتمُّ استثمارها في الصندوق بأموال المُستثمرين.

ويرى البعض[1] أنَّ المستثمر – عند تعامله مع صناديق الاستثمار – يكون قد فوَّض مدير الاستثمار (شركة الإدارة التي تتولَّى إدارة المحفظة) في عملية اختيار الأسهم والسندات المتكونة في المحفظة، بالإضافة إلى عمليات بيع تلك الأوراق الماليَّة، وذلك اطمئناناً منه إلى ما تتمتَّع به هذه الشركات والعاملون فيها من خبرات وقدرات، تسمح لها بتحقيق نتائج أفضل من النتائج التي سوف يحقِّقها بنفسه لو قام بالاستغناء عن تلك الشركات.

وواقع الأمر، يشير إلى أنَّ المستثمر – عادة – لا يملك الخبرة، ولا الوقت، ولا المال الكافي اللازم ليقوم بنفسه باختيار الأوراق الماليَّة وشرائها، ومن ثمَّ تكوين محفظة على درجة عالية من التنويع، فكل هذه الأمور تقوم بها شركات الإدارة (مدير الصندوق)، ويبقى على المستثمر فقط أنْ يحسن اختياره الشركة التي تتولَّى إدارة الصناديق، ويبحث في سياقات أعمالها، ويتعرَّف على ما قامت به من إنجازات في هذه المجال، لتفادي مخاطر الإدارة المتعلِّقة بعدم خبرة العاملين فيها في انتقاء وشراء الأوراق الماليَّة التي يستثمر المستثمر أمواله من خلالها.

---

(١) عصران جلال عصران، تقييم اداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق الماليَّة، مرجع سابق، ص٥٢.

ثانياً: المخاطر المتعلقة بالتغيرات التي تطرأ على أسواق الأوراق الماليَّة

قد يهبط في بعض الأحيان سوق الأسهم والسندات، ككل، حتى كبار المُستثمرين لا يكونون قادرين على جني الأرباح، ويُشار إلى مثل هذه الأوقات الصعبة بالأسواق الهابطة، وهذه المخاطر المتعلقة بسوق الأوراق الماليَّة، هي مخاطر عامة، لا يمكن تجنّبها، حتى بوجود الإدارة المحترفة وذات الخبرة الكافية لتخطِّي المخاطر؛ إذ قد لا تكفي عملية التنوُّع في الأوراق الماليَّة، خاصة عندما يكون هبوط الأسواق عاماً في الأوقات التي يحدث فيها كساد اقتصادي عالمي. وإزاء هذه المخاطر العامة، قد يخسر المستثمر كل استثماراته إذا كان يتعامل مع ورقة مالية واحدة، ولكن في صناديق الاستثمار بسبب تنوُّع الأوراق الماليَّة، تكون الخسائر أقل نسبياً[١]. والجدير بالملاحظة، هنا، أنَّ هذه المخاطر (الأسواق الهابطة) لا تدوم لفترات طويلة، وهي قد تكون في بعض الأحيان أشبه بالمخاطر الموسمية.

البند الثاني: عدم وجود ضمانات على استثمارات الصندوق

قد يفقد المستثمر استثماراته في صناديق الاستثمار بسبب عدم ضمان هذه الاستثمارات من قِبَل المؤسَّسات الحكومية، كذلك بسبب وجود قصور في التنظيم القانوني لهذه الصناديق في بعض البلدان؛ وبالتالي، فقد ترتفع الاستثمارات أو تنخفض وفقاً لظروف السوق. وعلى الرغم من وجود رقابة على هذه الصناديق، إلاَّ أنَّ ذلك لا يكفي لضمان أصول المستثمر الماليَّة، ويرى البعض[٢] أنَّ المستثمر الذي يقوم باستثمار أمواله في صندوق الاستثمار هو الذي يحدِّد درجة الخطورة والمغامرة، من خلال اختياره نوعية الصناديق التي تلائمه.

ذلك أنَّ مسألة عدم وجود ضمانات في صناديق الاستثمار مسألة موضوعيَّة، وذلك لأنَّ المستثمر هو الذي يحدِّد ذلك، من خلال تعامله مع صناديق الاستثمار ذات الخطورة العالية أو مع الصناديق ذات الخطورة المنخفضة.

البند الثالث: غموض منهج الاستثمار في صناديق الاستثمار

في كثير من الأحيان لا يكون منهج الاستثمار الذي تتبعه صناديق الاستثمار واضحاً أمام المستثمر، هذا إذا لم نقل أنَّه يتعرَّض لعملية غش وخداع من قبل القائمين على إدارة صناديق الاستثمار

---

(١) خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص٥٩.

(٢) عصران جلال عصران، تقييم إدارة صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق الماليَّة، مرجع سابق، ص٥٦.

الذين يقومون بطرح نشرة الاكتتاب للمستثمرين، ذلك أنَّه عندما يتمُّ الإعلان عن الاكتتاب في الصندوق، يُعلن في نشرة الاكتتاب، أنَّ الاستثمار في الصندوق المُعلن عنه تقل فيه نسبة المخاطر والتقلب إلى أدنى درجة، الأمر الذي يشكِّل سبباً لاجتذاب صغار المُستثمرين أو غيرهم إلى الاستثمار في هذه الصناديق؛ غير أنَّنا نجد في الواقع العملي أنَّ ما يجيء في الإعلان يختلف عن واقع الصندوق ثمَّ الإعلان عنه، وأنَّ الإعلان لم يكن أكثر من "بروباغندا" دعائية لجلب أكبر عدد من المُستثمرين، وهو ما يمكن توصيفه بأنَّه عملية غش وخداع؛ ذلك أنَّ بعض صناديق الاستثمار قد تُعلن للمستثمرين بأنَّ إدارة صندوق الاستثمار تعمل بكفاءة جيدة، وتلتزم بإدارة نزيهة في استثمار أموال المُستثمرين، وأنَّها تعمل في ظلّ جلب استثمارات قليلة المخاطر والتقلُّب، بينما هي في الحقيقة تقوم بوضع أموال المُستثمرين في أسهم شركات شديدة التقلُّب (أسهم عادية)، ولكنها في الحقيقة تحتفظ ببعض السندات الحكومية قصيرة الأجل، وتقوم باستثمارها؛ وبالتالي، ينعدم وضوح منهج الاستثمار(١)؛ وعليه، فإنَّه من الأجدر للمستثمر التدقيق في نشرة الاكتتاب الخاصة في كلّ صندوق، والبحث عن مدى مصداقيتها قبل أنْ يقوم باستثمار أمواله، لأنَّ هذه النشرة قد لا تعطي وصفاً دقيقاً للصندوق، وكذلك ليقوم باختيار الصندوق الذي يتَّفق مع أهدافه.

ونجد هذه المشكلة بكثرة في صناديق الاستثمار المتواجدة في الدول العربيَّة، كما في: مصر والأردن؛ حيث يوجد تداخل في أهداف الاستثمار، وغموض في منهج هذه الصناديق؛ وبالتالي، لا يمكن تحديد ما إذا كانت المخاطر الفعلية تتشابه مع المخاطر المُعلن عنها في نشرة الاكتتاب للصندوق، ولذلك يجب النظر في هذه النقطة – لأهميَّتها البالغة – عند وضع تنظيم قانوني لهذه الصناديق، تلافياً لعدم الانسجام في بنود العقد بين المُستثمرين وصندوق الاستثمار.

المطلب الثاني: الشكل القانوني لصناديق الاستثمار وتمييزها عما يشبهها

إنَّ صناديق الاستثمار هي من المؤسَّسات الماليَّة العاملة في مجال الأوراق الماليَّة لفائدة المُستثمرين(٢)؛ وبالتالي يجب تحديد الشكل القانوني لصناديق الاستثمار لدى كل تشريع على حدة. كما يتمثَّل عمل هذه الصناديق في إدارة محافظ الأوراق الماليَّة، غير أنَّ هذه الصناديق ليست الوحيدة التي

(١) أجريت دراسة على (٢٥٥) صندوق استثمار في سنة ١٩٨٤: حيث يوجد تداخل في أهداف الاستثمار؛ إذ إنَّ صندوق النمو يتحقَّق في مستوى مخاطر أكبر من مستوى مخاطر صندوق يهدف للحصول على عائد، للمزيد من التفاصيل راجع: عصران جلال عصران، تقييم إدارة صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق الماليَّة، مرجع سابق، ص٥٦.

(٢) أسامة عبد المنعم الخولي، المحاسبة نحو صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص٦.

تعمل في مجال الأوراق الماليَّة، فهناك بعض الهيئات التي تقوم بالعمل نفسه؛ وبالتالي، فإنَّ هذه الصناديق تتشابه – من حيث طبيعة نشاطها – مع هذه الهيئات، سواء أكانت هيئات استثماريَّة، أم هيئات ماليّة، وكذلك تتشابه معها من حيث الهدف؛ ومن هذه الهيئات: شركات الاستثمار، والشركات الماليَّة، والبنوك، ونوادي الاستثمار. على الرغم من وجود هذا التشابه، إلاَّ أنَّ صناديق الاستثمار تتميَّز بأنَّها ذات تنظيم فريد وهدف محدَّد.

وبالتالي، سوف يتم تقسيم هذا المطلب الى فرعين، نتناول في (**الفرع الأول**) منهما الشكل القانوني لصناديق الاستثمار، بينما نتناول في (**الفرع الثاني**) تميز صناديق الاستثمار عما يشبهها.

الفرع الأول: الشكل القانوني لصناديق الاستثمار

تُعتبر صناديق الاستثمار وعاءً مالياً، كونها تقوم بتجميع مدخرات الأفراد، وتستثمرها بالطرُق المختلفة، وستتم دراسة الشكل القانوني لصندوق الاستثمار وفقاً للتشريعات التي أجازت تأسيس صناديق الاستثمار، سواءً في الدول الغربيَّة في (**الفقرة الأولى**)، وكذلك في بعض الدول العربيَّة في (**الفقرة الثانية**).

الفقرة الأولى: الشكل القانوني لصناديق الاستثمار في الدول الغربيَّة

كما سبق وذكرنا، إنَّ صناديق الاستثمار لا تتمتع بالشخصيَّة المعنويَّة في أغلب التشريعات، وهذا ما يميِّزها عن بعض الشركات التي تعمل في سوق الأوراق الماليَّة، وقد يفرض القانون على الشركات أنْ تلتزم بشكل معيَّن، إلاَّ أنَّ صناديق الاستثمار – بسبب عدم تمتعها بالشخصيَّة المعنويَّة في بعض التشريعات– لا يطلب منها اتِّباع شكلية معيَّنة، أي إنَّ هناك تلقائية التأسيس.

وقد يقوم فرد معيَّن، أو جهة قانونيَّة معيَّنة، بتأسيس صندوق استثماري، يؤدِّي خدمة للمستثمرين في التوسط بين المُستثمرين وبين الشركات التجاريَّة العاملة، والمصدِّرة للأوراق الماليَّة، وهنا، يثور سؤالان مهمان، هما: ما مدى أهميَّة عمل الصندوق على شكل شركة معيَّنة تقوم بتأسيسه أو بإدارته؟ وما هو موقف التشريعات من ضرورة إنشاء شركات لإدارة هذه الصناديق؟[1]، فالتشريعات المقارنة، مثل القانون الفرنسي وقانون الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة اشترطت وجود شركة عند إنشاء صندوق الاستثمار، قد تقوم بتأسيسه وبإدارته، أو بتأسيسه وإحالة إدارته إلى جهة أخرى، بالإضافة إلى تكوين حافظة أوراق ماليَّة،

---

(١) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٢٠٩.

وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر، لتحقيق عائد متَّزن، وهذه الشركة قد تكون مسؤولة عن الصندوق أمام القضاء، وأمام الغير، وكذلك قد تتولَّى شركات أخرى إدارة المحافظ الماليَّة في صندوق الاستثمار[١].

هذا، وتتولَّى السلطات الماليَّة أو الإدارية الإشراف على الشروط التي يجب توافرها في صندوق الاستثمار.

ولبيان الشكل القانوني للشركة المؤسسة لصناديق الاستثمار في التشريع الفرنسي، لا بد من الإشارة إلى المرسوم الصادر بتاريخ ٢٨ ديسمبر/كانون الأوَّل ١٩٥٧ الذي يتعلق بصناديق الاستثمار؛ بحيث أكدت المادَّة (٣٠) منه، على وجوب اتِّخاذ الشلركة المؤسسة لصناديق الاستثمار شكل شركة مساهمة[٢].

ويُقصد بالشركة المساهمة، الشركة التي يُقسَّم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة، قابلة للتداول، وفي مثل هذه الشركات تقتصر مسؤولية المساهم فيها على أداء قيمة الأسهم التي يمتلكها، ولا يُسأل عن ديون الشركة إلاَّ في حدودها[٣].

والجدير ذكره، هو أنَّ موقف المشرِّع الفرنسي تغيَّر بعد ذلك، بموجب المرسوم رقم (٦٩٥) بتاريخ ١٧ آب/أغسطس ١٩٦٧ بشأن الشركات التجارية، فبموجب هذا المرسوم أجاز المشرِّع الفرنسي أنْ تكون الشركة المؤسسة لصناديق الاستثمار على شكل شركة أشخاص، بالإضافة إلى شكل شركة مساهمة، وكذلك أجاز أنْ يكون مدير الاستثمار شخصاً معنوياً، يتولى تأسيس صناديق الاستثمار وإدارتها[٤].

أمَّا في الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة، فقد تلعب صناديق الاستثمار دوراً مهماً من خلال شركات الاستثمار؛ حيث تأخذ الشركة المؤسسة لصناديق الاستثمار شكل شركات الاستثمار، وهذه الشركات هي أحد وجوه الشركات المساهمة في الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة؛ إذ إنَّ قانون الولايات المتحدة الأمريكية لا يفرض شكلاً معيناً لصناديق الاستثمار[٥].

---

(١) نهال فتحي أحمد، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، منشورات مطبوعات جامعة حلوان، المنصورة، ٢٠٠٤، ص٣٧٤.

(٢) علي فوزي إبراهيم الموسوي، مرجع سابق، ص١١٦.

(٣) مرتضى حسين إبراهيم السعدي، النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠١١، ص٣٢.

(٤) نادية محمد معوض، الشركات التجاريَّة، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠١، ص١٢٠.

(5) Claud Fafa, sociétiés d'investissement et la gestion collective de la pargne experience amerique, op. cit., p103

نقلاً عن: عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٣٦.

وما يشير إلى أهمية صناديق الاستثمار في الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة هو أنها كانت تمثل (٤٠%) من صناديق الاستثمار في العالم خلال فترة الثمانينيات ثم ازدادت في سنة ١٩٩٩، نسبة صناديق الاستثمار في الأسهم إلى (٥٤%) وفي السندات إلى (٢١%)[١].

الفقرة الثانية: الشكل القانوني لصناديق الاستثمار في بعض الدول العربيَّة

تتَّخذ صناديق الاستثمار شكلاً قانونياً معيّناً حسب كل تشريع، وهو ما جرى عليه الأمر في تشريعات بعض الدول العربيَّة، التي عمدت إلى تنظيمها وإعطائها شكلاً قانونياً، ففي مصر مثلاً، نصَّت المادة (٣٥) الفقرة (٢) من قانون سوق رأس المال المصري (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه: "يجب أنْ يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي".

وكذلك أشارت المادة (١٤١) من اللائحة التنفيذية للقانون نفسه إلى وجوب تأسيس صناديق الاستثمار والترخيص لها بموجب الأحكام المقرَّرة لها في القانون.

يتبيَّن ممّا سبق، أنَّ الشركة المؤسسة لصناديق الاستثمار في مصر، تتَّخذ شكل شركة مساهمة، وهذه الشركة تكوِّن الإدارة العامة للصندوق؛ ويرى البعض[٢] أنَّ ظاهر نص المادة (١٤١) المذكورة، يُجيز إنشاء صندوق استثمار بالتلقائية، ولكن على مؤسِّسي هذه الصناديق اتِّخاذ الإجراءات الأساس اللازمة لوجود شركة مساهمة برأس مال نقدي، كشركة مؤسسة للصندوق؛ حيث إنَّ تأسيس شركة مساهمة يحتاج إلى التفكير والتروي، وكذلك إلى الوقت، والجهد، ودراسة رأس المال الذي تحتاج إليه لتحقيق هدف الشركة، وكذلك اشترط المشرِّع المصري ألاَّ يقل عدد المساهمين عن ثلاثة في الشركة المساهمة [٣].

وعلى الرغم من أنَّ المشرِّع المصري أجاز فقط للشركات المساهمة إنشاء صناديق الاستثمار، إلاَّ أنَّه استثنى شركات التأمين والبنوك التي ترغب في إنشاء صندوق استثمار. فأجاز لها أنْ تقوم بإنشاء صناديق استثمار، وهذه الصناديق في شركات التأمين والبنوك تكون مستقلة عن الأنشطة الأساسية، سواءً أكانت مصرفيَّة أم تأمينيَّة[٤].

---

(١) لمزيد من التفاصيل يراجع: الموقع الإلكتروني الخاص بصناديق الاستثمار الأمريكية: https://www.americanfunds.com.، تاريخ الزيارة: ٥-٥-٢٠١٤

(٢) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٢١٩.

(٣) نادية محمد معوض، الشركات التجاريَّة، مرجع سابق، ص١٢٢.

(٤) نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص١٣١.

وقد جاء في نص المادة (٤١) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ أنَّ البنوك وشركات التأمين، "أنْ تقوم بإنشاء صناديق استثمار....".

في هذا الصدد، يجب التمييز بين صناديق الاستثمار التي تنشئها شركة مساهمة، وبين صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات التأمين والبنوك، فالصناديق التي تنشئها شركات التأمين والبنوك، تكون نشاطاً من الأنشطة التي يباشرها البنك أو شركات التأمين؛ وبالتالي، يجوز لهذه الصناديق أنْ تباشر نشاطها بنفسها، وأنْ يكون لها استقلال في إدارة الصندوق وحساباته، وكذلك يتمّ استرداد قيمة وثائقها من خلال الصندوق نفسه، وغالباً ما تكون هذه الصناديق هي صناديق استثمار مفتوحة[1]. أمَّا بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تنشئها الشركات المساهمة برأس مال نقدي، فهي غالباً ما تقوم بتداول وثائقها في سوق الأوراق الماليَّة عن طريق شركات الاستثمار، وفي العادة تكون هذه الصناديق التي تحتويها شركات الاستثمار صناديق مُغلقة[2].

أمّا في المملكة العربيَّة السعودية، فقد عَرَّف النظام السعودي صناديق الاستثمار، بأنَّها: "برنامج استثمار جماعي".

وقد ظهر أوَّل تنظيم في المملكة العربيَّة السعوديَّة لصناديق الاستثمار في سنة ١٤١٧هـ/١٩٩٦م، وكانت تُدار من قِبَل المصارف التجاريَّة، أي إنَّ صناديق الاستثمار في السعودية، كانت تتَّخذ في بداية الأمر شكل المصارف حتى سنة ١٤٢٨هـ/٢٠٠٧م، عندما فرضت هيئة السوق الماليَّة على المصارف إنشاء صناديق استثمار من قِبَلها، وكذلك أوجبت نقل جميع صلاحيات الصناديق التي كانت قائمة وإدارتها إلى شركات الاستثمار المستقلة عن المصارف[3].

أمَّا القانون الأردني، فقد اعتبر صناديق الاستثمار ذات شخصيَّة معنويَّة مستقلَّة؛ وبالتالي، لها حق مالي، وحق التقاضي، كباقي الشخصيات المعنويَّة[4].

---

(١) أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سابق، ص١٣٨.

(٢) نزية عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص١٣١.

(٣) عبد الرحمن بن عبد العزيز نفسية، صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص٨٦.

(٤) نصَّت المادة (٩١) من قانون الأوراق الماليَّة الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ على أنْ:

"أ- يجوز إنشاء صندوق استثمار مشترك يتمتَّع بشخصيَّة اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وله بهذه الصفة تملك الأموال المنقولة، وغير المنقولة، والتصرف بها، والقيام بجميع التصرفات القانونيَّة اللازمة لتحقيق أهدافه بما في ذلك إبرام العقود، وإصدار الأوراق الماليَّة، وله حق التقاضي، وأنْ ينيب عنه في الإجراءات القضائية، أي محام يُوكله لهذه الغاية.

=

إلاَّ أنَّ هذه الصناديق في الأردن، قد تتَّخذ شكل شركة مساهمة، وهذا ما جاء في الفقرة (أ) من نص المادة (٩٤) من قانون الأوراق الماليَّة الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢، حيث نصَّت على أنَّه: "لا يجوز لأيّ شخص أنْ يقوم بأيّ نشاط يرتكز على أساس تجميع أموال المُستثمرين، والتعامل معها كوحدة واحدة، لغاية استثمارها في أوراق ماليَّة، أو أصول ماليَّة أخرى، وإدارة هذه الأموال والمشاركة في الأرباح المتأتية من الاستثمار، إلاَّ إذا تمَّ إنشاء ذلك الشخص كصندوق استثمار مشترك، وفقاً لأحكام هذا القانون، والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه أو كشركة استثمار".

أما المشرِّع اللبناني، فلم يحدّد شكلية معيّنة تتَّخذها الجهة المؤسسة لصناديق الاستثمار وإنَّما يتمُّ تأسيس صناديق الاستثمار من قِبَل مدير الصندوق، من خلال ترخيص مُسبق لمصرف لبنان لأحد البنوك الخاضعة لهذا المصرف[١].

أما في العراق، فعلى الرغم من عدم وجود أي تنظيم قانوني بشأن صناديق الاستثمار إلاَّ أنَّه جاء في قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ في المادة (١٠) منه، التالي: "يجب أنْ يأخذ شكل شركة مساهمة مَن يمارس أياً من النشاطات الآتية:

- التأمين وإعادة التأمين
- الاستثمار المالي.

وبما أنَّ صناديق الاستثمار هي إحدى المؤسَّسات الماليَّة التي تقوم باستثمار الأموال؛ فإنَّه يمكن القول من خلال هذه المادة، عند وجود هذه الصناديق بشكل واقعي في العراق، أنَّها تنشأ من قِبَل شركة

ب- يهدف صندوق الاستثمار المشترك إلى الاستثمار في محفظة من الأوراق الماليَّة، أو الأصول الماليَّة الأخرى، لصالح حاملي الأسهم، أو الوحدات الاستثماريَّة في الصندوق؛ وذلك عن طريق توفير إدارة مهنية متخصصة للاستثمار المشترك.

ج- تحدد بموجب تعليمات يصدرها المجلس سائر الأمور المتعلقة بصندوق الاستثمار المشترك، بما في ذلك إنشاؤه وإجراءات ومتطلبات تسجيله لدى الهيئة، ورأسماله وحقوق حملة أسهمه، أو وحداته الاستثماريَّة، وتنظيم عمله، وإدارته، والرسوم والعمولات التي يتقاضاها، وأُسس ومعايير تنويع استثماراته، ومهام مسؤوليات وصلاحيات الأشخاص المسؤولين عن إدارته وإدارة استثماراته".

(١) نصَّت المادة (٣٢) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ المتعلق بيهئات الاستثمار المشترك والقيَم المنقولة وسائر الأوراق المالية على أنْ: "يخضع لترخيص مُسبق من مصرف لبنان تأسيس كلّ هيئة في لبنان، وفتح أي فرع لـ"الشركة". كما يخضع نظام الصندوق أو النظام الأساس لـ"الشركة" أو أي تعديل لهما لموافقة مُسبقة من مصرف لبنان. يمنح مصرف لبنان الترخيص أو الموافقة المُشار إليهما في هذه المادة بقدر ما يرى أنَّه يخدم المصلحة العامة، ويتمتع بسلطة استنسابية لهذه الغاية".

مساهمة.

والجدير بالملاحظة، أنَّ الشركة المساهمة، أو شركة التأمين، أو البنك، أي الهيئات التي يتخذها الصندوق شكلاً قانونياً له، تكون هي الشركة المؤسّسة للصندوق، والتي تتولّى إدارته العامة أمام الغير، والتي تقوم بوضع السياسة الاستثمارية له في حال ما إذا كان نشاطه يرتكز على نوع من الأوراق المالية، وتحدّد أيضاً، عدد وثائق الاستثمار التي ستُطرح في الاكتتاب العام، وكيفية الاكتتاب فيها، فهذه السياسة يختص في وضعها مجلس إدارة الشركة التي أنشأت الصندوق (الشركة المساهمة أو شركة التأمين أو البنوك)[١]؛ وبالتالي، تستقل هذه الشركات بالسلطة في هذه الشؤون، دون تدخّل مدير الصندوق، وذلك لأنَّ مدير الصندوق يقوم بالإدارة الفنية، وغالباً ما يكون مدير الصندوق مستقلاً عن الشركة المؤسسة. ودائماً يكون صندوق الاستثمار كياناً قائماً بذاته، ويتميز بالاستقلال الخاص، من ناحية التنظيم، والمحاسبة، ما يعني أنَّ له دفاتر وسجلات وتقارير دورية خاصة به، سواء أكانت مالية أم إدراية[٢].

وبالتالي، مَن يمتلك الشخصية المعنوية هو الشركة المؤسسة للصندوق التي تأخذ شكل شركة مساهمة، أو شركة تأمين، أو بنك، وليس صندوق الاستثمار.

الفرع الثاني: تميز صناديق الاستثمار عما يشبهها

سنحاول من خلال هذه الفقرة بيان أوجه اختلاف صناديق الاستثمار عن هيئات الاستثمار ذات الشخصيَّة المعنويَّة في (**الفقرة الأولى**)، وكذلك ما يميزها عن الهيئات الماليَّة ذات الشخصيَّة المعنويَّة في (**الفقرة الثاني**).

الفقرة الأولى: اختلاف صناديق الاستثمار عن هيئات الاستثمار ذات الشخصيَّة المعنويَّة

كما ذكرنا سابقاً، ليست صناديق الاستثمار وحدها المؤسَّسات الماليَّة التي تعمل في مجال الأوراق الماليَّة؛ إذ تعمل فيه أيضاً شركات الاستثمار، وكذلك نوادي الاستثمار، وباعتبار أنَّ هناك بعض أوجه الاختلاف بين هذه المؤسَّسات الماليَّة، سنقوم بمقارنة صناديق الاستثمار مع شركات الاستثمار في (**بند أوَّل**)، وتحديد الفوارق بين صناديق الاستثمار ونوادي الاستثمار في (**بند ثانٍ**)، وذلك كما يلي:

---

(١) علي فوزي إبراهيم الموسوي، مرجع سابق، ص١٢٩.

(٢) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص١٦٨

البند الأوَّل: اختلاف صناديق الاستثمار عن شركات الاستثمار

بدايةً، لا بدَّ أنْ نشير إلى أنَّ شركات الاستثمار لها عدَّة أدوار، ومهام مختلفة، حيث إنَّ بعض شركات الاستثمار تقوم بنشاطات صناعيَّة وزراعية وتجاريَّة، بالإضافه إلى نشاطها في سوق الأوراق الماليَّة، كنوع من الاستثمار الجَمَاعي للأوراق الماليَّة، بهدف إدارة محفظة للأوراق الماليَّة عن طريق لعب دور الوسيط المالي؛ إذ تقوم بالتمويل غير المباشر، باعتبار أنَّه يُحظَّر عليها القيام بعمليات المضاربة، والسيطرة، والتمويل، غير أنَّ لها أنْ تقوم باختيار الصكوك وتحديد المخاطر هذه، ويتم توزيعها قانونياً وجغرافياً[1].

كما تقوم شركات الاستثمار بدور الوسيط بين المدخرين والمشروعات التجاريَّة والصناعيَّة، وذلك من خلال تكوين محفظة للأوراق الماليَّة الصادرة من هذه الشركات وإدارتها؛ حيث يقوم المدخرون باستثمار أموالهم من خلالها، وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر[2]، وهو غرض صناديق الاستثمار نفسه.

وعلى الرغم من هذا التوافق بين صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار، إلاَّ أنَّ هناك أوجه اختلاف بينهما، أهمها: إنَّ شركات الاستثمار نفسها، تتَّخذ شكل شركة مساهمة، أما صناديق الاستثمار، فتبنى على علاقة تعاقدية تتمُّ بين أطراف الصندوق، ومَنْ يتَّخذ شكل شركة مساهمة هو الشركة المؤسسة للصندوق[3]، وكذلك تتمتَّع شركات الاستثمار بالشخصيَّة المعنويَّة التي تكون مسؤولة بموجب القانون، وتُلاحق أمام القضاء عن أعمال الشركة، أما صناديق الاستثمار – كما ذكرنا سابقاً – فإنَّ من خصائصها عدم تمتُّعها بالشخصيَّة المعنويَّة وفقاً للرأي السائد، فهي تعتمد على وجود علاقة ثلاثية بين الأطراف الثلاثة: الجهة المؤسسة، وجهة الإدارة، والمُستثمرين؛ أما شركات الاستثمار، فإنَّها تُعتبر ذات بنيان ثنائي الأطراف وهو الشركة المؤسسة كشخص معنوي من جهة، والمساهمون من جهة أخرى[4]. كما أنه لا يتوفر في شركات الاستثمار عنصر المدير بشكل مستقل عن الشركة، بينما تقوم الشركة نفسها بدور المدير الذي يتولَّى إدارة محفظة الأوراق المالية، وهذا ما لا نجده دائماً في صناديق الاستثمار.

والجدير بالملاحظة، أنَّ شركات الاستثمار هي التي تكوِّن صناديق الاستثمار، أي إنَّ صناديق

---

(١) حسني المصري، شركات الاستثمار، مرجع سابق، ص٢٣.

(٢) حدَّدت المادة (٢٩) من قانون رقم (٩٥) للسنة ١٩٩٢ المتعلق بقانون سوق رأس المال المصري شروطاً للشركات العاملة في الأوراق الماليَّة حيث جاء في الفقرة (أ) من هذه المادة: "يكون طالب الترخيص شركة مساهمة".

(٣) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص١٧٣.

(٤) بوفامة سميرة، شركات الاستثمار ذات الرأس مال المتغير، رسالة ماجستيرمقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة منتوري، الجزائر، ٢٠٠٥، ص١٦.

الاستثمار هي امتداد لها بحيث إنَّ شركات الاستثمار قد تَكوُن من مجموعة من الصناديق.

البند الثاني: اختلاف صناديق الاستثمار عن نوادي الاستثمار

ظهرت نوادي الاستثمار لأوَّل مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، ثمَّ انتشرت في معظم الدول الأوروبيَّة، وكان الغرض من إقامة هذه النوادي هو الاستثمار في الأوراق المالية. وتمارس هذه النوادي أنشطتها داخل التجمعات الاجتماعية المختلفة، من الأندية الرياضية، والنقابات، والاتحادات النقابية، وغيرها، وهدف هذه النوادي هو تشجيع صغار المدخرين الذين تجمع بينهم وحدة العمل، أو مكان الإقامة على الاستثمار في الأوراق المالية، ويتمُّ الاستثمار عن طريق اقتطاع مدخرات صغيرة منهم، بصفة دورية، وتوجّه لشراء الأوراق المالية، سواءً أكان ذلك ليتم تداولها في البورصة أم عند إصدار الأوراق المالية، وتصبح هذه الأوراق مملوكة ملكية جماعية للأعضاء ومن ثمَّ تُتاح لهم فرصة تملُّك أوراق مالية، يستطيع أنْ يمتلكها كلّ منهم على انفراد(١).

وكذلك ظهرت نوادي الاستثمار في فرنسا كشركات مدنية؛ وذلك لعدم وجود تنظيم قانوني لها هناك، وهذه النوادي تتكوَّن من عدَّة أشخاص ذوي خبرات واسعة في مجال الاستثمار المتعلق بالأوراق الماليَّة، والسبب الوحيد لإنشاء هذه النوادي هو توافر الخبرة لأعضائه من حيث المعرفة الاقتصاديَّة والماليَّة اللازمة لاستثمار الأموال في الأوراق الماليَّة؛ وبالتالي، فإنَّ لديهم الإمكانية الكافية للاستفادة عند تكوينهم حافظة للأوراق الماليَّة المملوكة لكلِّ عضو منهم على حِدَة، ويقوم كلّ عضو باتِّخاذ القرارات، ويستخدم أموالاً خاصة على مسؤوليته الخاصة؛ وبالتالي، تُعتبر القرارات التي يصدرها النادي غير مُلزمة(٢).

ومن خصائص نوادي الاستثمار، أنَّ مؤسِّسي النوادي هم أشخاص يتمتَّعون بالمعرفة بالأمور الاستثماريَّة المتعلِّقة بالأوراق الماليَّة؛ حيث تجمعهم هذه المعرفة، وكذلك عدم حاجتهم لرأس مال كبير من قِبَل المُستثمرين، أو المكتتبين، إذ يعتمد العضو فيها على نفسه اعتماداً كبيراً من حيث استخدام خبراته والمعلومات المتاحة له، ويدخل البورصة بمفرده، ويتحمَّل نتائج عملياته(٣).

وبالتالي، يمكن القول: إنَّ أوجه التشابه بين صناديق الاستثمار ونوادي الاستثمار، هي أنَّ نشاط

---

(١) محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص٢٦

(٢) المرجع نفسه، ص٢٧.

(٣) نصر علي احمد طاحون، مرجع سابق، ص٢٦٧.

كلّ منهما يقوم على تكوين محافظ للأوراق الماليَّة وإدارتها، أما أوجه الاختلاف، ففي صناديق الاستثمار تصدر وثائق استثمار للمستثمرين في الصندوق، وكذلك يشترك المستثمرون في الأرباح والخسائر في الحافظة التي يكوّنها الصندوق، وليس لهم الحق في الاشتراك في الإدارة، أمَّا نوادي الاستثمار، فهي كما سبق وذكرنا: شركة مدنية يتعلَّق نشاطها – بالإضافة إلى تكوين حافظة للأوراق الماليَّة – بالإرشاد الجَمَاعي، وليس الاستثمار الجَمَاعي؛ وبالتالي، لا تنطبق على نوادي الاستثمار القواعد المتعلِّقة بالشركات التجاريَّة.

والجدير بالذكر أنَّ نوادي الاستثمار لم تظهر في الدول العربيَّة، كما هو الحال في فرنسا، وإنَّما يوجد ما يشابهها من شركات الوساطة، وهي شركات تُقيِّم وتحلِّل أداء الأوراق الماليَّة، وتنشر المعلومات مقابل عمولة[١].

الفقرة الثانية: اختلاف صناديق الاستثمار عن الهيئات الماليَّة ذات الشخصيَّة المعنويَّة

سبق وذكرنا، أنَّ هناك البعض من شركات الاستثمار ذات الشخصية المعنوية التي تعمل في مجال الأوراق الماليَّة، أي في المجال نفسه الذي تعمل فيه صناديق الاستثمار، غير أنَّها تختلف عنها في بعض الجوانب، ولذلك سنتطرَّق إلى اختلاف هذه الشركات الماليَّة العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، عن صناديق الاستثمار في **(بند أوَّل)**، واختلاف صناديق الاستثمار عن بنوك الأعمال في **(بند ثانٍ)**.

البند الأوَّل: اختلاف صناديق الاستثمار عن بعض أنواع الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة

قبل التطرّق إلى أوجه الاختلاف بين الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار، ينبغي أنْ نشير إلى أنَّ هذه الشركات، ظهرت في القرن العشرين، وكانت تسمَّى شركات المحافظ، أوشركات الصكوك، وكانت هذه الشركات تقوم بإدارة مساهمات المُستثمرين في الشركات الأخرى، وتقدم الاستشارات والخبرات للمستثمرين لتكوين وإدارة محافظ الأوراق الماليَّة مقابل عمولة؛ حيث إنَّ غرضها الوحيد هو اكتساب الأوراق الماليَّة؛ في حين أنَّ غرض صناديق الاستثمار الوحيد يتمثَّل في تكوين وإدارة محفظة أو أكثر، من الأوراق الماليَّة، وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر لتحقيق عائد آمن ومتزن[٢].

كذلك تقوم صناديق الاستثمار، على بنيان ثلاثي الأطراف، ولا تمتلك الشخصيَّة المعنويَّة – كما

---

(١) محمد اسماعيل عثمان حميد، أسواق المال، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ١٩٩٣، ص١٢٧
(٢) سميحة مصطفى القليوبي، الشركات التجارية، ج٢، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ١٩٩٣.ص١٧٣.

سبق وذكرنا – على عكس الشركات التي تمتلك الشخصيَّة المعنويَّة.

أمَّا بالنسبة للشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، فتتمثَّل أغراضها في بيع وشراء الأوراق الماليَّة لحساب أصحاب هذه الأوراق مقابل أجور السمسرة، أو عمولة تُحسب على أساس قيمة الصفقة، حيث تعتبر هذه الشركات من طائفة سمسرة الأوراق الماليَّة.

وتختلف هذه الشركات عن صناديق الاستثمار، كونها لا تصدر صكوكاً للمدخرين، تمثِّل حقوقهم، على عكس صناديق الاستثمار التي تقوم بإصدار وثائق الاستثمار للمدخرين تمثِّل حقوقهم والتزاماتهم، ومن أوجه الاختلاف أيضاً، أنَّ العملاء يرتبطون بالشركة العاملة في مجال الأوراق الماليَّة بعقد سمسرة أو عقد وديعة أوراق ماليَّة، بينما في صناديق الاستثمار يرتبط المستثمرون بالصندوق بعقد ثلاثي الأطراف، ويكون مع مدير صندوق الاستثمار وأمين الاستثمار، وليس مع المُستثمرين، وهذا ما سوف نقوم بتفصيله لاحقاً.

والجدير بالملاحظة هو أنَّه نظراً لقلَّة الأوراق الماليَّة التي تتعامل فيها هذه الشركات، فإنَّها لا تعمل على مبدأ توزيع المخاطر، عكس صناديق الاستثمار، كما تلتزم باتباع أوامر العملاء من بيع وشراء الأوراق الماليَّة وإدارة محافظهم[1].

وفي السياق ذاته، فإنَّ هناك أيضاً، بعض أوجه التشابه والاختلاف بين صناديق الاستثمار وشركات أمناء الاكتتاب وهذا ما سوف نوضحه؛ فشركات أمناء الاكتتاب تُعتبر من المؤسَّسات الماليَّة التي تقوم باجتذاب أسهم شركات الأموال، خاصة التي تصدر أوَّل مرة، وهذه الشركات غالباً ما تكون شركات مساهمة، ذات رأس مال كبير، ما يجعلها تتمكَّن من القيام بأنشطتها وأغراضها، والتي هي تغطية الاكتتاب؛ وعادة ما يتم ذلك بمساعدة البنوك، كالبنوك التجاريَّة، وبنوك الاستثمار[2]، وبالإضافة إلى غرضها في تغطية الاكتتاب، تقوم بشراء الأسهم لفترة محدَّدة، ريثما يتمُّ ترويجها وإعادة بيعها، أما إفادتها، فتكمن في الفرق بين قيمة الشراء وقيمة البيع. وكذلك تقوم بتوظيف مدخراتها في الشركات الصناعيَّة والتجاريَّة، حتى المدخرات الصغيرة قد تنتفع بها، وذلك عن طريق توظيف المال المجموع في عدد كبير من الشركات، كما تنتفع من خبرة الإدارة[3].

من هنا، تتَّضح نقاط الاختلاف بين صناديق الاستثمار وهذه الشركات؛ فصناديق الاستثمار هي

---

(١) سميحة القليوبي، شركات التجاريَّة، مرجع سابق، ص١٧٣.
(٢) نصير علي أحمد طاحون، مرجع سابق، ص٢٦٥.
(٣) سميحة القليوبي، الشركات التجاريَّة، مرجع سابق، ص١٧٣.

عبارة عن بنيان ثلاثي الأطراف بين المؤسّس، والأمين، والمستفيد؛ وفيها يتمتَّع الأمين بصفة المالك القانوني والمادي للأموال المستثمرة، ويأخذ المستفيد صفة المالك الإضافي(١)، كما أنَّ صناديق الاستثمار لا تمتلك شخصيَّة معنويَّة وفقاً للرأي السائد، ويتمثَّل غرضها الوحيد في تكوين وإدارة محفظة أوراق ماليَّة، سواء بطريقة الاكتتاب، أم بطريقة الشراء من سوق الأوراق الماليَّة.

أمَّا شركات أمناء الاكتتاب، فهي كباقي الشركات، تتمتَّع بالشخصيَّة المعنويَّة؛ وبالتالي، تكون لها ذمة ماليَّة مستقلة عن المُستثمرين فيها، وكذلك يكون حق الملكية لمحفظة الأوراق الماليَّة، وليس للمستثمرين.

يتبيَّن ممّا سبق، أنَّ الغرض الوحيد لصناديق الاستثمار هو تكوين وإدارة محافظ استثمار، بينما يختلف الأمر في شركات أمناء الاكتتاب لأنَّ هذه الشركات، وإنْ كان الغرض الأساس لها هو تكوين وإدارة محافظ أوراق الماليَّة، إلاَّ أنَّ هذا لا يُعتبر شرطاً لها؛ بل يجوز لها القيام بأغراض أخرى، كتمويل الشركات الصناعيَّة والتجاريَّة؛ وقد يكون هذا التمويل مباشراً، أو عن طريق امتلاك نسبة من الصكوك بشكل يتيح لها السيطرة عليها، أو المضاربة على الصكوك في البورصة، في حين يمنع على صناديق الاستثمار المضاربة أو السيطرة، وذلك كي لا تتعرض مدخرات المُستثمرين للمخاطر(٢).

البند الثاني: اختلاف صناديق الاستثمار عن بنوك الأعمال

يُقصد ببنوك الأعمال المؤسَّسات الماليَّة التي تهدف إلى إنشاء مشروعات صناعيَّة وتجاريَّة، أو القيام بتمويل بعض المشاريع الصناعيَّة والتجاريَّة القائمة بحدِّ ذاتها؛ حيث تتمُّ المشاركة في هذه المشاريع، إمَّا عبر المشاركة في رؤوس أموالها، أو بفتح الاعتمادات لها، كما تهدف إلى تقديم خدمات بنكية معتادة للمشروعات القائمة، ويتمثَّل غرضها المباشر في أعمال التمويل، أمَّا مواردها، فهي حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات، بالإضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من بعض البنوك التجاريَّة، وهناك عدَّة أنواع من بنوك الأعمال من ناحية التمويل، مثل بنوك أعمال تقوم بتمويل الأفراد، وكذلك هناك بنوك لتمويل المبيعات، وأخرى لتمويل الشركات التجاريَّة(٣).

---

(١) حسني المصري، فكرة الترست وعقد الاستثمار في القيم المنقولة، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ١٩٨٣، ص٨٧

(٢) نصير علي أحمد طاحون، مرجع سابق، ص٢٦٥.

(٣) يُقصد ببنوك الأعمال التي تقوم بتمويل الأفراد تلك التي يرتكز نشاطها على القيام بعمليات الاقتراض، ومنع الإئتمان، ونشاطها موجه إلى تلبية احتياجات الأفراد الذين لا تتوافر لديهم الإمكانيات الماليَّة الكافية، أما بنوك الأعمال لتمويل المبيعات، فهي التي تقوم بتوفير الائتمان الطويل الأجل، وذلك لشراء المعدات والآلات، كما أنَّها تقوم بعمليات الإقراض بغرض تمويل المبيعات، وهي لذلك تخضع لتعاملات مصرفية، أما بنوك تمويل الشركات

=

وبالتالي، فإنَّ بنوك الأعمال تقوم بعمليات التمويل، إلاَّ أنَّها تختلف عن صناديق الاستثمار في تكوين وإدارة المحافظ الماليَّة للأوراق الماليَّة.

أمَّا من ناحية نشاط كلّ من بنوك الأعمال، وصناديق الاستثمار، فقد اختلف الفقهاء بين ما إذا كان النشاط مماثلاً أو مختلفاً، فيرى بعض الفقهاء[١]، أنَّ بنوك الأعمال وصناديق الاستثمار تمارسان نشاطات متماثلة، وذلك في عدم السيطرة على المشروعات التي تقوم بتمويلها عن طريق الصكوك.

وبشكل مغاير لهذا الرأي، يرى البعض[٢] أنَّ بنوك الأعمال وصناديق الاستثمار قد تتشابه في غرض كلّ منهما من حيث التمويل، إلاَّ أنَّ صناديق الاستثمار تقوم بتمويل غير مباشر عن طريق سوق الأوراق الماليَّة، وذلك من خلال الاكتتاب في هذه الصناديق أو استردادها، أمَّا بالنسبة لبنوك الأعمال، فهي تقوم بتمويل قد يسبب المخاطر الجسيمة، وذلك لعدم اليقين بنجاح هذه المشروعات في المستقبل، وعلى العكس منها صناديق الاستثمار التي لا يمكنها القيام بهكذا تمويل.

وكذلك تختلف صناديق الاستثمار عن بنوك الأعمال، حيث إنَّ صناديق الاستثمار تخضع لبند العارض الذي لا تخضع له بنوك الأعمال[٣].

وكذلك الأمر في منع صناديق الاستثمار من القيام بعمليات القروض الطويلة الأجل من قِبَل العديد من التشريعات في العالم، وهذا لا نجده في بنوك الأعمال، لأنَّ طبيعة هذه البنوك هو حصولها على هذه القروض[٤].

التجاريَّة، فهي التي تقوم بالأعمال طويلة الأجل عن طريق رأس المال. في حين أنَّ البنوك الاستثماريَّة هي عبارة عن مؤسسات ماليَّة، تنشأ لتمويل المشروعات القائمة، أو تقوم بإنشاء مشروعات جديدة، وذلك عن طريق تقديم القروض والائتمان، وهي تعمل كبنوك تجاريَّة؛ غير أنَّها لا تعمل كالبنوك التقليدية، وهي إنْ كانت تقوم بتقديم القروض، إلاَّ أنَّها لا تقبل الودائع، فغرضها الرئيس إعطاء الإرشادات والمعلومات للعملاء والشركات التي تريد إصدار صكوك ماليَّة وترويجها، وتغطية الاكتتاب؛ فهي تعمل على شراء الأسهم من شركات مساهمة، وتنجز الوسائل الإحصائية والتحليلية والدعائية في ترويج الصكوك مقابل عمولة؛ لمزيد من المعلومات، راجع: نصير علي أحمد طاحون، مرجع سابق، ص٢٦٣.

(١) حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص١١٩.

(٢) عبد الفضيل محمد احمد، مرجع سابق، ص٩.

(٣) البند العارض هو قيد، حيث إنَّه لا يجوز لصندوق الاستثمار أنَّ يتجاوز استثماره في شركة أخرى واحدة بنسبة معينة من أموالها مثلاً (٥٠%) أو أنْ تتجاوز حقوق التصويت التي يخولها لها هذا الاستثمار في تلك النسبة المعينة (١٠%) من مجموع التصويت، إذ إنَّ الأمر حينذاك يتضمن العديد من المخاطر التي يتعرض لها الصندوق من جهة، وعدم سيطرته على الشركات التي يحوز أسهمها من جهة أخرى؛ للمزيد من التفاصيل ينظر: محمود مصطفى حسن محمد، النظام القانوني لعقد الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق، قسم القانون التجاري والبحري، جامعة القاهرة، ٢٠٠٢، ص١٨٩.

(٤) حسني المصري، شركات الاستثمار، مرجع سابق، ص٢٤.

الفصل الثاني
البنية القانونية لصناديق الاستثمار

تمهيد وتقسيم

كما ذكرنا قي سياق البحث، تمثِّل صناديق الاستثمار أداة مهمة لتنشيط سوق الأوراق الماليَّة. نظراً لما تتيحه من فرص لصغار المُستثمرين، بالإضافة إلى ما تتمتع به من مزايا، أهمها تحويل الأموال غير المستغلة إلى قنوات استثمارية تساعد في دفع عجلة التنمية، وذلك عن طريق توفير أدوات مالية وضمان الثقة والاستثمار.

وكما أوضحنا سابقاً، إنَّ أغلب التشريعات، اشترطت عند إنشاء صناديق الاستثمار أنْ تأخذ شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي، ووفقاً لهذا الشرط لا بدّ من توافر أمرين[١]:

الأمر الأوَّل: لا يجوز أنْ تتَّخذ الشركة المؤسسة لصناديق الاستثمار شكل شركة توصية بالأسهم أو شركة ذات مسؤولية محدودة؛ وبالتالي، يكون شكل هذه الصناديق مقصوراً فقط، على الشركات المساهمة.

الأمر الثاني: لا يجوز أنْ يكون رأس مال الشركة عينياً.

وهذا ما جاءت به المادة (٣٥) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، وهو وجوب أنْ يكون رأس المال المقدَّم للشركة نقدياً، وهذا ما أكَّدته المادة (١٥٠) من اللائحة التنفيذية من القانون ذاته؛ حيث نصَّت على أنَّه لا يجوز لصندوق الاستثمار أنْ يُصدر وثائق الاستثمار عن حصص عينية، أو معنوية، وقد هدف المشرِّع المصري – من وراء ذلك – توفير السيولة النقدية التي تمكن الصندوق من الوفاء بنشاطه الأساس في شراء وبيع الأوراق الماليَّة.

ويمكننا القول: إنَّ التشريعات المقارنة استهدفت من وراء تنظيمها لصناديق الاستثمار تحقيق هدفين[٢] هما:

الأوَّل: تنشيط حركة سوق الأوراق الماليَّة، وذلك عن طريق توجيه المدخرات إلى مجال الأوراق الماليَّة.

ثانياً: السماح لصغار المدخرين بالمشاركة في استثمار أموالهم – بواسطة البنوك – في شراء وبيع الأوراق الماليَّة عبر قيام البنوك باستثمار أموال الودائع في هذا المجال في إطار إدارة محافظ الأوراق الماليَّة.

---

(١) نادية محمد معوض، الوسيط في القانون التجاري، مرجع سابق، ص٦٣٤.

(٢) المرجع نفسه، ص٦٣٥.

ويجب عند إنشاء صناديق الاستثمار التقيُّد بالقيود القانونية التي تفرضها التشريعات في البلد الذي سوف تُقام فيه، وكذلك يجب عند انقضاء هذه الصناديق الأخذ بعين الاعتبار بعض القيود القانونية لحماية أموال المُستثمرين.

ولنجاح عمل هذه الصناديق، يجب أنْ تدار بشكل قانوني، ومن قبل مدراء متخصصين، وذلك وفقاً للشروط التي يتمُّ تحديدها من قِبَل التشريعات المقارنة، كما يجب تحديد الشكل القانوني للشركة التي تتولى الإدارة الفنية للصندوق، وكذلك تحديد مودع تودع لديه الأموال المستثمرة، وعادة ما يكون بنكاً، وذلك وفقاً للشروط التي تحدِّدها نظُم كل دولة على حدة، كما يجب أنْ تُدار هذه الصناديق بشكل سليم لا ينحرف عن الغاية المقصودة للصندوق.

هذا، بالإضافة إلى ضرورة وجود رقابة مشدَّدة على هذه الصناديق، وهي قد تكون رقابة داخلية، أي من كادر إدارة الصندوق نفسه، بالإضافة إلى الرقابة الخارجية التي يمكن أنْ تقوم بها جهة مختصة برقابة هذه الصناديق، وقد يتمُّ تحديد هذه الرقابة من قِبَل أشخاص يحدِّدهم القانون، وفقاً لكلِّ تشريع.

لذا، سوف يتم تقسيم هذا الفصل إلى إجراءات تأسيس صناديق الاستثمار وانقضائها في **(مبحث أوَّل)**، وإدارة صناديق الاستثمار والرقابة عليها في **(مبحث ثانٍ)**.

المبحث الأوَّل
إجراءات تأسيس صناديق الاستثمار وانقضاؤها

عند تأسيس صندوق الاستثمار، يجب على المؤسسين الالتزام بالإجراءات التي يفرضها القانون، وعند إتمام هذه الإجراءات، وبالحصول على الترخيص لإنشاء الصندوق، يكتمل الوجه القانوني له، وكذلك الأمر عند انقضاء الصندوق، وهو انقضاء قد يتعلَّق بانقضاء مدته؛ وبالتالي، يجب تحديد القواعد التي تنظِّم تأسيس هذه الصناديق وانقضاءها، سواء أكانت القواعد القانونية المنظمة لإجراءات التأسيس والانقضاء من ضمن القواعد الخاصة في القوانين التي تنظم صناديق الاستثمار، أم كان الأمر يقتضي الرجوع إلى القواعد العامة، وسوف نقوم بدراسة هذه الإجراءات – على سبيل المثال – لدى المشرِّع الفرنسي الذي نظَّم قواعد صناديق الاستثمار في قانون (٨٨-١٢٠١) الصادر بتاريخ ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٨، بشأن التعهدات للاستثمار الجماعي في الأوراق الماليَّة القابلة لتحويل الديون، وإنشاء صناديق الاستثمار المشترك؛ ولدى المشرِّع المصري الذي نظَّم قواعد صناديق الاستثمار في قانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال المصري واللائحة التنفيذية، بالإضافة إلى المشرِّع اللبناني حيث صدَّق مجلس النواب اللبناني مشروع القانون رقم (٧٠٦) بتاريخ ١٥ كانون الثاني/يناير ٢٠٠٥ المتعلق بهيئات الاستثمار الجماعي بالقيَم المنقولة، وسائر الأدوات الماليَّة، بالإضافة إلى الإشارة إلى موقف المشرِّع الأردني الذي نظَّم عمل صناديق الاستثمار في قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢، أما في العراق، فلم يتصدَّ المشرِّع العراقي لصناديق الاستثمار ولم يُنشىء تنظيماً قانونياً له، أما المبادارات الفردية المتناثرة، فإنَّه لم يصل لغاية تاريخه إلى تكوين حالة عامة تحسم وجود صناديق الاستثمار في العراق بشكل واقعي، وبقيت المبادرات الفردية حالات خجولة، منها ما تقيد بأحكام الشريعة الإسلامية، وأنشأ ما يُوصف بالصناديق الإسلامية، ومنها ما هو خارج ذلك، ويستعين ببعض أحكام القانون الوضعي.

لذا، سوف يتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين هما: **الأول:** إجراءات التأسيس والترخيص بإنشاء صناديق الاستثمار، **والثاني:** انقضاء صناديق الاستثمار وتصفيتها.

المطلب الأوَّل: تأسيس صناديق الاستثمار

يمرُّ تأسيس صناديق الاستثمار بعدة مراحل رئيسة، أهمها: وضع العقود التأسيسيَّة؛ حيث يعتبر وجود العقد التأسيسي ركناً أساسياً لوجود صناديق الاستثمار، وكذلك يجب اتخاذ إجراءات الترخيص

التأسيسيَّة، والاكتتاب في الصكوك التي تصدرها[1].

وبناءً عليه، سوف نقوم بتقسيم هذا المطلب إلى عقود تأسيسيَّة لصناديق الاستثمار في **(الفرع الأوَّل)**، وإجراءات الترخيص بإنشاء صناديق الاستثمار في **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأوَّل: العقود التأسيسية لصناديق الاستثمار

بعد التأكد من صحة مضامين هذه العقود، ومن مطابقتها للقانون، ومن خلال النظر إلى العقود التأسيسيَّة لصناديق الاستثمار في القانون المقارن، تتولى شركة الإدارة وضع شروط هذه العقود، ثمَّ يَقبَلُ بها الشركاء عبر اكتتابهم في الصكوك التي تصدرها[2].

وقبل أنْ نتناول إجراءات التأسيس طبقاً لبعض التشريعات العربيَّة، نشير بإيجاز إلى هذا النظام في التشريع الفرنسي في **(الفقرة الأولى)** وإلى بعض التشريعات العربيَّة في **(الفقرة الثانية)**.

الفقرة الأولى: نظام تأسيس صناديق الاستثمار في التشريع الفرنسي

ينشأ صندوق الاستثمار في إطار التشريع الفرنسي في نطاق المبادرة التي تنعقد ما بين الشركة التي تقوم بإدارة الصندوق (مدير صندوق الاستثمار)، وبين الشخص المعنوي، وغالباً ما يكون هذا الشخص المعنوي مصرفاً أو مؤسَّسة مالية؛ حيث تودع لديه أصول صندوق الاستثمار وغالباً ما يسمى بالمُودع لدَيه، أو أمين الصندوق؛ حيث تقوم الشركة والمُودع لديه بإنشاء نظام الصندوق، ومن ثمَّ يتم عرض هذا النظام على لجنة عمليات سوق المال للموافقة عليه وإقراره، ثمَّ يبدأ اكتتاب المدخرين في الحصص التي يصدرها الصندوق، هذا ما أشار إليه قانون صندوق الاستثمار المشترك الفرنسي رقم (٥٩٤) لسنة ١٩٧٩[3].

كما جاء في نص المادة (٣٧) من قانون ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٨ الخاص بتنظيمات الاستثمار الجَمَاعي بالقِيَم المنقولة الفرنسي أنَّه: "تحدد حقوق والتزامات (المُستثمرين) وشركة الإدارة (مدير الاستثمار) في نظام تضعه شركة الإدارة بالاتفاق مع الأمين قبل مباشرة عمليات صندوق الاستثمار".

وانطلاقاً من هذا النص، تتبيَّن ضرورة اشتراك أمين الاستثمار مع شركة الإدارة في وضع نظام الصندوق. كما يجب لقبول هذه الوثائق كعقود تأسيسيَّة لصندوق الاستثمار، قبولها من جانب المكتتبين

---

(١) عبد الرحمن السيد قرمان، الجوانب القانونية في إدارة صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص٢١.

(٢) هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة، دار الفكر الجامعي، عمان، ٢٠٠٤، ص٤.

(٣) علي فوزي إبراهيم الموسوي، مرجع سابق، ص١٢٧

(المُستثمرين) في الصكوك التي يصدرها الصندوق، كما يحدِّد القانون الفرنسي الصادر في ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٨ اشتمال نظام الصندوق على النصوص المتعلقة بشروط ومدَد تلقي الاكتتاب في صكوك الصندوق، وتنفيذ عمليات شرائها، وإعادة شرائها، ويحدِّد هذا القانون المعلومات التي يتعيَّن أنْ يحويها نظام الصندوق، وهي تشمل اسم الصندوق وهدفه. كما حدَّدت المادة (١٧) من القانون نفسه الجزاءات التي يجب تطبيقها في حالة إخلال شركة الإدارة أو البنك الذي تُودع فيه الأموال بالوظائف المحدَّدة لكلّ منهما، أو مخالفتهما لأحكام النظام والقانون، كما يتعيَّن أن تُدرج في نظام الصندوق البيانات الخاصة بشروط الوقف المؤقت، لعملية إعادة شراء الحصص من قِبَل الصندوق[١].

ويتعيَّن على صندوق الاستثمار، باعتباره تنظيماً مشتركاً في القيَم المنقولة – الحصول على موافقة لجنة البورصة على تأسيسه، ولا يستطيع الصندوق أنْ يتلقى أي اكتتاب في الحصص التي يصدرها إلاَّ بعد أنْ تتمّ الموافقة من قِبَل السلطات المختصة[٢].

الفقرة الثانية: نظام تأسيس الصندوق في بعض التشريعات العربيَّة

يخضع تأسيس الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة في مصر لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢؛ حيث نصَّت المادة (٢٧) منه على التالي: "تُقدم طلبات تأسيس هذه الشركات إلى الهيئة (الهيئة العامة لرقابة المالية)[٣]"، ويقصد بالشركات الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ومن ضمنها صناديق الاستثمار.

وقد سبق وذكرنا أنَّ الشركة المؤسسة لصناديق الاستثمار في القانون المصري تأخذ شكل شركة مساهمة ذات رأس مال نقدي؛ وبالتالي، يقتضي تأسيس شركة صندوق الاستثمار باستيفاء شروط تأسيس الشركة المساهمة برأس مال نقدي، بالإضافة إلى ما يتطلبه القانون من شروط في ما يخص تأسيس الصندوق ذاته؛ حيث يجري تأسيس الصندوق وفقاً للأحكام العادية التي تنطبق على الشركات المساهمة

---

(١) راجع نص المادة (١٧) من قانون رقم (٢٣) لسنة ١٩٨٨ الخاص بتنظيم صناديق الاستثمار المشترك، من خلال الموقع الاكتروني الخاص بالحكومة الفرنسية: http: //www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.، تاريخ الزيارة: ٣-٨-٢٠١٤.

(٢) نهال فتحي احمد، مرجع سابق، ص٤٠٥.

(٣) لقد حلت الهيئة العامة للرقابة المالية محل الهيئة العامة لسوق المال المصري وذلك بموجب القانون المصري رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٩ الخاص بتنظيم الرقابة على الأسواق والادوات المالية غير مصرفية، والصادر في ٢٥/شباط/٢٠٠٩ والمنشور في الجريدة الرسمية العدد ٢٤ مكرر بتاريخ ١٤/حزيران/٢٠٠٩ حيث نصت المادة (٣) منه على أنَّه: "تحل الهيئة محل كل من الهيئة المصرية للرقابة عل التأمين، والهيئة العامة لسوق المال، والهيئة العامة لشؤون التمويل العقاري، ....".

وفقاً للقانون المصري؛ إذ تخضع هذه الشركات لأحكام قانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بالأسواق الماليَّة المصرية بالإضافة إلى أحكام القانون رقم (٥٩) لسنة ١٩٨١ الخاص بإنشاء الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة. وقد قضت محكمة النقض المصرية بأنَّ تأسيس الشركات المساهمة والشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة يُعتبر من الأعمال التجارية [١].

والجدير بالملاحظة أنَّ شركة التوصية بالأسهم، وباعتبارها شركة عاملة في مجال الأوراق الماليَّة، وتشترك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية، ممنوعة من قِبَل المشرِّع من تأسيس وإنشاء صناديق الاستثمار [٢].

غير أنَّ البعض يرى[٣] أنَّه لا مبرِّر لحرمانها من ممارسة نشاط تكوين صناديق الاستثمار، وحصره في إطار شركة مساهمة؛ إذ ليس من المنطق إفساح المجال لشركة التوصية بالأسهم بمباشرة الأنشطة الخاصة بصناديق الاستثمار، ثمَّ منعها من تأسيس صندوق استثمار، وذلك لكون شركة التوصية بالأسهم شركة مختلطة، لا يغيب عنها الاعتبار المالي، وكذلك لأنَّ الشركاء متضامنون، وهو أمر يُعدُّ ضماناً إضافياً لحاملي الوثائق، باعتبار أنَّ هؤلاء الشركاء يتحملون مسؤولية شخصية وتضامنية في جميع أموالهم، أي بكافة ديون الشركة.

أما بالنسبة للإجراءات اللازمة لتأسيس شركة صندوق الاستثمار، فتبدأ بتقديم طلب التأسيس إلى الهيئة المختصة بسوق المال مباشرة، وفقاً للنموذج الذي تعدّه الهيئة العامة لسوق المال المصري، وهو ما يعني استثناء على القواعد العامة؛ حيث يتم تقديم الطلب إلى جهة إدارية، والسبب في ذلك يرجع إلى كون هيئة سوق المال جهة فنية، تضم خبراء مختصين. ويمكن إدراج إجراءات التأسيس كما يلي:

البند الأوَّل: تقديم طلب التأسيس

يتم تقديم طلب التأسيس، لكل شركة تهدف إلى العمل في مجال الأوراق الماليَّة، مرفقاً بالنموذج الذي تعدّه الهيئة العامة للرقابة المالية، والذي يتضمَّن عقد الشركة الابتدائي، وغرض الشركة، ورأس المال، وإدارة الشركة ونظامها الأساس، موقعاً من قِبَل المؤسسين، أو الوكلاء عينهم، مع إرفاق ثلاث

---

(١) قرار صادر عن الدائرة المدنية لدى محمكه النقض المصرية، رقم القرار (11652) بتاريخ 23-2-2012، منشور على الموقع الاكترونى الخاص بمحكمة النقض المصرية: http: //www.cc.gov.eg/، تاريخ الزيارة: ٢٠١٤/٩/٢٤.

(٢) راجع المادة (٣٥) من قانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ المتعلق بسوق رأس المال المصري.

(٣) عصام حنفي محمود، صكوك التمويل والاستثمار التي تصدرها الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠١٣، ص١٨٦.

نسخ من هذه الوثائق، والهدف من تقديم هذه الوثائق، هو التأكد من مدى جدية الشركة، ومن ثمَّ مراقبتها بعد الترخيص لها بمزاولة النشاط، وذلك لأهميَّة الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، وأيضاً لضمان أموال المساهمين والمُستثمرين، وبما أنَّ صناديق الاستثمار هي من تنظيم الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة؛ فبالتالي تسري هذه الإجراءات على صناديق الاستثمار، وهذا ما أخذ به المشرِّع المصري في المادة (١٢٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢؛ حيث نصَّت على أنْ: "تقدم طلبات تأسيس الشركات التي تعمل في مجال الأوراق الماليَّة إلى الهيئة على النموذج الذي تعده الهيئة مرفقاً به الأوراق الآتية:

١- ثلاث نسخ من العقد الابتدائي للشركة، ونظامها الأساسي موقعاً عليهما من المؤسسين أو من الوكيل عنهم.

٢- شهادة من مصلحة السجل التجاري، تفيد عدم التباس الاسم التجاري للشركة مع غيرها من الشركات.

٣ -إقرار السلطة المختصة في الشخص المعنوي بتعيين ممثل له في مجلس إدارة الشركة، وذلك إذا كان هذا الشخص عضواً في مجلس الإدارة.

٤ -إقرار من مراقب الحسابات، يفيد قبوله التعيين.

٥ - شهادة من الجهة التي تمَّ الاكتتاب عن طريقها، تفيد تمام الاكتتاب في جميع أسهم الشركة وحصصها، وأنَّ هذه القيمة الواجب سدادها - على الأقل - من الأسهم أو الحصص النقدية قد تمَّ أداؤها، وأنَّ هذه القيمة لا يجوز السحب منها إلا بعد شهر حسب نظام الشركة، وعقد تأسيسها في السجل التجاري.

٦ - بيان من وكيل المؤسسين بالتعديلات التي أدخلت على نموذج العقد الابتدائي للشركة ونظامها.

٧- إذا تضمن العقد إنشاء حصص تأسيس أو حصص أرباح، تقدم الأوراق والوثائق التي تثبت وجود الالتزام أو الحق الذي أعطيت الحصص المذكورة في مقابله، وما يفيد التنازل عنه للشركة بعد إنشائها.

٨- إذا دخل في رأسمال الشركة حصة عينية، يتعيَّن تقديم ما يفيد تقييمها، واستكمال إجراءات ذلك بما يفيد سداد رسم التأسيس للهيئة".

أما المشرِّع الأردني، فقد أورد في الفقرة (أ) من نص المادة (٩٢) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ أنْ طلب تسجيل صندوق الاستثمار المشترك يُقدم خطياً إلى هيئة الأوراق المالية الأردنية، مرفقاً به نظام الصندوق الأساسي، ويجب أنْ يكون مستكملاً جميع المتطلبات التي تحدِّدها

الهيئة، وفقاً للتعليمات الصادرة من مجلس مفوضي الهيئة الذي يقوم بإدارة أعمال الهيئة[١].

والجدير بالملاحظة، أنَّ المشرِّع الأردني منح صندوق الاستثمار المشترك شخصية معنوية؛ وبالتالي تختلف إجراءات تأسيس صناديق الاستثمار في القانون الأردني عما هي عليه في القانون المصري، لأنَّ المشرِّع المصري لم يمنح الصندوق شخصية معنوية؛ وبالتالي، إنَّ مَنْ يمتلك الشخصية المعنوية هو الشركة المؤسسة للصندوق وليس الصندوق.

البند الثاني: تسجيل طلبات التأسيس

بالرجوع إلى المادة (١٢٩) من اللائحة التنفيذية المصرية لقانون (٩٥) لسنة ١٩٩٢، نجد أنَّها نصَّت على أنَّه يتم تسجيل طلبات التأسيس بأرقام متتابعة، وفقاً لتاريخ ورودها إلى الهيئة في سجل خاص لهذه الطلبات لدى الهيئة العامة للرقابة المالية، ويكون لكلّ طلب ملف خاص، تُودع فيه أوراق التأسيس، وكلّ ما يتعلق بذلك من إجراءات، وذلك حتى يمكن الرجوع إليها في حالة التظلم من القرارات الإدارية، وخاصة تلك المتعلقة بالترخيص، أو في حالة الطعن بالإجراءات، ويُعطى مقدِّم طلب التأسيس إيصالاً، يتضمَّن تاريخ تقديم الطلب، ورقم تدوينه في السجل المُشار إليه[٢].

اما المشرِّع الأردني فاختلف الأمر، عما هو عليه لدى المشرِّع المصري؛ حيث يتم تسجيل طلب إنشاء صندوق الاستثمار بعد صدور قرار المجلس بالموافقة، وكذلك يجب على مقدِّم الطلب دفع الرسوم المقرَّرة للتسجيل، وهذا ما جاء في الفقرة (ب) من المادة (٩٢) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢.

---

(١) نصَّت المادة (٩٢) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢على أنَّه:
أ- يقدم طلب تسجيل صندوق الاستثمار المشترك خطياً إلى الهيئة مرفقاً به نظامه الأساسي ومستكملاً جميع المتطلبات التي تحدِّدها الهيئة وفقاً للتعليمات الصادرة عن المجلس.
ب-يصدر المجلس قراراً بالموافقة أو الرفض على تسجيل صندوق الاستثمار المشترك خلال ثلاثين يوماً من تاريخ تقديم طلب التسجيل.
ج-بعد صدور قرار المجلس بالموافقة على تسجيل صندوق الاستثمار المشترك ودفع الرسوم المقررة، يتم تسجيل الصندوق في السجل المخصَّص لدى الهيئة لهذه الغاية، وتصدر الهيئة شهادة تسجيل الصندوق.
لا يجوز لصندوق الاستثمار المشترك أنْ يمارس أعماله أو أنْ تُباع أسهمه أو وحداته الاستثمارية إلاَّ بعد صدور شهادة التسجيل من الهيئة واستكمال المتطلبات التي يحدِّدها المجلس.

(٢) نصَّت المادة (١٢٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنْ: "تعد الهيئة سجلاً، تدوَّن به طلبات تأسيس الشركات، ويتمُّ تدوين هذه الطلبات بأرقام متتابعة، وفقاً لتاريخ ورود كل منها، ويكون لكلِّ طلب ملف خاص، تُودع فيه أوراق التأسيس، وكل ما يتعلق بذلك من إجراءات. وتعطي الهيئة مقدم الطلب إيصالاً يفيد تقديم الطلب، وتاريخه، ورقم تدوينه في السجل المُشار إليه".

البند الثالث: النظر في طلبات التأسيس

يتم تشكيل لجنة للنظر في طلبات التأسيس بقرار من الهيئة العامة للرقابة المالية، تضم عناصر فنية وقانونية للنظر في طلبات التأسيس، وتضمُّ هذه اللجنة أيضاً، خبراء سبق لهم التعامل في الأوراق الماليَّة، وهؤلاء غالباً ما يكونون تابعين للهيئة العامة للرقابة المالية، وبناءً على علاقة تعاقدية بينهما، وتكون هذه اللجنة أمانة فنية(١).

وبالرجوع إلى قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ نجد أنَّ لرئيس الهيئة العامة للرقابة المالية سلطة واسعة في تشكيل اللجنة ومكافأتها(٢).

فبعد عرض الطلب، يتمُّ قيده في سجل طلبات تأسيس شركات الوساطة، وإذا كانت الأوراق مستوفاة، تتخذ إجراءات عرضها على اللجنة المشار إليها، أما إذا كانت الأوراق غير مستوفاة، فيتم إخطار ذوي الشأن خلال (١٥) يوماً من تاريخ تقديم الطلب لاستكمالها، ويؤشَّر على ذلك في السجل(٣).

أمَّا المشرِّع الأردني، فقد خوَّل مهمة النظر في طلبات التأسيس إلى مجلس مفوضي الهيئة، الذي يقوم بإدارة أعمال هيئة الأوراق المالية الأردنية، وهذا ما جاء في نصِّ المادة (١٢) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢(٤).

---

(١) لمزيد من التفاصيل: راجع الموقع الالكتروني الخاص بهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، قسم سوق المال، http: //www.efsa.gov.eg/content/efsa-ar/box-pages/main-box-page.htm تاريخ الزيارة: ٣-٨-٢٠١٤.

(٢) نصَّت المادة (١٣٠) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال المصري، على أنْ: "تشكل بقرار من رئيس الهيئة لجنة تضم عناصر فنية وقانونية للنظر في تأسيس الشركة. وتكون لها أمانة فنية تتكوَّن من عدد كاف من العاملين بالهيئة، ويحدِّد رئيس الهيئة مكافآت أعضاء اللجنة والأمانة".

(٣) نصَّت المادة (١٣١) من اللائحة نفسها، على أنْ: "تتولى أمانة اللجنة قيد طلبات التأسيس في السجل المُشار إليه بالمادة (١٢٩) من هذه اللائحة. فإذا كانت الأوراق كاملة اتخذت إجراءات عرضها على اللجنة. أما إذا تبيَّن وجود نقص في الأوراق أو في بياناتها، فيتم إخطار ذوي الشأن خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تقديم الطلب لاستكمالها، ويؤشر بذلك في السجل".

(٤) نصَّت المادة (١٢) من قانون سوق الأوراق المالية الأردني على أنْ: يتولى المجلس جميع الصلاحيات اللازمة لتحقيق أهداف الهيئة، وفقاً لأحكام هذا القانون ولتنفيذ المهام والصلاحيات المقررة له بمقتضى أحكامه بما في ذلك ما يلي:

أ- رسم السياسة العامة للهيئة ووضع البرامج اللازمة لتنفيذها.

ب- الموافقة على تداول أي ورقة مالية خارج السوق.

ج- الموافقة على إدراج أي ورقة مالية أردنية لدى أي سوق تداول أوراق مالية خارج المملكة.

د- رفض طلب تسجيل الأوراق المالية أو وقف أو منع أي إصدار لها.

هـ- تعليق أو وقف التعامل بأي ورقة مالية للمدة التي يراها مناسبة.

=

وبالتالي، عمل المشرِّع الأردني كما فعل نظيره المشرِّع المصري في تعيين جهة خاصة من قِبَل هيئة الأوراق المالية للنظر في طلبات تأسيس الصندوق في التشريع الأردني، وشركة الصندوق في التشريع المصري.

البند الرابع: لجنة قرار البت بطلبات التأسيس

بالرجوع إلى المادة (١٣٢) من اللائحة التنفيذية من القانون المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، نجد أنَّها تشترط أنْ يكون قرار اللجنة مُسبَّباً، ولا تكون قرارتها نهائية إلاَّ بعد اعتمادها من رئيس الهيئة، ويجب إخطار أصحاب الشأن بقرار اللجنة خلال (١٥) يوماً من تاريخ اعتماده. وقرار اللجنة إما يكون بالموافقة أو بالرفض، وفي كلا الحالتين يجب أن يكون القرار مُسبَّباً، وكذلك يجب اعتماده من رئيس الهيئة، وهي درجة استثنائية استئنافية. وفي ذلك تحقيق لمبدأ الرقابة والمتابعة، وكذلك وِحْدَة القرار، ويجب على اللجنة إخبار ذوي الشأن بأسباب الرفض حتى يقوموا بتلافي أسبابه، والتقدم بطلب جديد بتأسيس الشركة، غير أنَّ ما يجب ملاحظته هو أنَّ اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنه ١٩٩٢، لم تحدّد حالات الرفض على سبيل الحصر، كما هو الحال في قانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة

و- الموافقة على إنشاء وتسجيل صناديق الاستثمار المشترك.
ز- منح الترخيص والاعتماد الذي يصدر بموجب أحكام هذا القانون.
ح-تقييد أو تعليق أو ايقاف أو الغاء الترخيص أو الاعتماد الممنوح لأي شخص للمدة التي يراها مناسبة.
ط- تجديد الترخيص أو الاعتماد الممنوح لأي شخص أو عدم تجديد أي منهما.
ي- تحديد الرسوم المتعلقة بإصدار الترخيص أو الاعتماد، وتجديد أي منهما.
ك- الموافقة على تحديد بدل الخدمات والأجور والعمولات التي يتقاضاها كلٌ من السوق والمركز، بمقتضى أنظمتهما الداخلية.
ل- تحديد العمولات التي تتقاضاها شركة الخدمات المالية، أو المرخص له من عملائهم بحدودها الدنيا والعليا.
م- اعتماد المعايير المحاسبية، ومعايير التدقيق، ومعايير تقويم الاداء التي يجب على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة التقيد بها.
ن- تحديد المعايير والشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
س- إقامة علاقات التعاون مع هيئات الأوراق المالية العربيَّة والأجنبية والمنظمات العربيَّة والإقليمية والدولية المختصة بأسواق رأس المال.
ع- النظر في القرارات الصادرة عن السوق والمركز، ووقف تنفيذ أي منها.
ف- إصدار التعليمات اللازمة لإدارة الهيئة وأي تعليمات أو قرارات لتنفيذ أحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بمقتضاه أو تعديل تلك التعليمات أو القرارات أو الغاؤها.
ص- إعداد مشروعات القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية.
ق- إعداد الموازنة السنوية للهيئة وتقديمها لمجلس الوزراء للمصادقة عليها.
ر- أي أمور أخرى يرى الرئيس عرضها على المجلس.

١٩٨١[1]. وفي هذا الصدد، يكون لطالب التأسيس التوسيع من سلطته التقديرية بالقبول أو الرفض.

أمَّا المشرِّع الأردني، فقد أعطى لمجلس مفوضي الهيئة الصلاحية في الموافقة على تسجيل صندوق الاستثمار المشترك أو رفضه ويجب أنْ يصدر القرار بالقبول أو الرفض خلال مدة (٣٠) يوماً من تاريخ تقديم طلب التسجيل لإنشاء صناديق الاستثمار المشترك، وبعد صدور قرار المجلس بالموافقة يجب دفع الرسوم المقررة لدى هيئة الأوراق المالية الأردنية، وعندها تصدر الهيئة شهادة بتسجيل الصندوق[2].

يتبيَّن مما سبق، أنَّ التشريع المصري قضى بإخطار ذوي الشأن خلال (١٥) يوماً من تاريخ صدور الموافقة أو الرفض، أما التشريع الأردني، فيتم بإصدار القرار بالقبول أو الرفض خلال مدة (٣٠) يوماً، ولم يحدِّد المدة التي يجب فيها إبلاغ ذوي الشأن؛ وبالتالي، كان من الأجدى أنْ يقوم بتحديد هذه المدة ليستطيع ذوو الشأن فيها تنظيم إجراءات تأسيس الصندوق.

البند الخامس: التظلم من رفض تأسيس الشركة

لقد حدَّد المشرِّع المصري في القانون المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، أحكام تسوية المنازعات في تعاملات الأوراق الماليَّة في المواد من (٥٠) إلى (٥٢) المتعلقة بالتظلمات الإدارية، كرفض التأسيس، أو وقف الشركة، أو سحب الترخيص.

فقد أشارت المادة (٥٠) من القانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٥، إلى أنَّه يتم تشكيل لجنة بقرار من الوزير المختص للبحث بالتظلمات، وذلك برئاسة أحد نواب رئيس مجلس الدولة، وعضوين اثنين من مجلس الدولة يتم اختيارهم من قِبَل المجلس نفسه، وأحد موظفي الإدارة بالهيئة العليا، ويتم اختياره من قبل

---

(١) نصت المادة (٤٩) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ المصري على أنَّه:
"اختصاص اللجنة بالموافقة على التأسيس، وحالات الاعتراض عليه:
وتختص اللجنة بالنظر فى طلبات إنشاء الشركات، وتصدر قرارها بالموافقة إذا استوفى الطلب الأوضاع أرفقت به الأوراق والمستندات المبيَّنة فى القانون، وهذه اللائحة ولا يجوز للجنة أن تعترض على تأسيس الشركة إلا بقرار مسبب وذلك فى حالة توافر أحد الأسباب الآتية:
(أ)عدم مطابقة العقد الابتدائى أو نظام الشركة للشروط والبيانات الإلزامية الواردة بالنموذج أو تضمنه شروطاً مخالفة للقانون، ومع ذلك يجوز للجنة أن ترخص – بناء على طلب أصحاب الشأن وللأسباب التى تقتنع بها – فى الخروج على أحكام هذه النماذج، وذلك بشرط عدم مخالفة الأحكام الآمرة فى القانون.
(ب) إذا كان غرض الشركة أو النشاط الذى سوف تقوم به مخالفة للنظام العام والآدابز
(ج) إذا كان أحد المؤسسين لا تتوافر له الأهلية اللازمة لتأسيس الشركة.
(د) إذا كان أحد المديرين أو أعضاء مجلس الإدارة لا تتوافر فيه الشروط الواردة فى القانون"
(٢) راجع نص المادة (٩٢) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢.

رئيسه في العمل، وأحد ذوي الخبرة، ويتم اختياره من قِبَل الوزير.

ويتم التظلم من قرار الرفض خلال (٣٠) يوماً من تاريخ الإخطار أو العمل بالرفض[١]. أي إنَّ صاحب الحق يسقط حقه في التظلم إذا انقضى الميعاد دون التظلم خلال المدة.

ويبدو أنَّ المشرِّع المصري قد خفض مدة التظلم في القرارات الإدارية، والتي هي بالأصل (٦٠) يوماً، ولعلَّ هذا التخفيض يرجع إلى الرغبة في سرعة الفصل في المنازعات، بالنظر لأهميَّة الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة.

ولهيئة الرقابة المالية مكتب متخصِّص للتظلمات؛ حيث يتم قيدها في سجل معدّ لذلك فيه يوم ورودها، وعلى المكتب أن يَرُدَّ على المتظلم إذا كان تقديمه للتظلم حسب المعيار[٢]، وعلى المكتب عرض التظلم فور وروده على رئيس لجنة التظلمات، لاتخاذ إجراءات عرضه على لجنة التظلمات، وللأخيرة طلب إيضاحات من ذوي الشأن، كما أنَّ لها طلب المستندات والأدلة التي تؤكِّد تظلماتها[٣].

ويُبتُّ في التظلم خلال (٦٠) يوماً من تاريخ عرضه، أو تاريخ آخر استيفاء للإيضاحات، أو الطلبات التي طلبتها اللجنة، وقرارات اللجنة في البت في التظلم نهائية ونافذة، وعلى مكتب التظلمات إخطار صاحب الشأن بصورة معتمدة من خلال اللجنة، بالبت في الطلب، وبالأسباب التي يُبنى عليها، وذلك بكتاب يؤشَّر عليه بعلم الوصول.

والجدير بالملاحظة، أنَّ المشرِّع المصري عمل على ضمان حياد اللجنة، ولم يترك سلطة الفصل

---

(١) نصت المادة (٥١) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه:" تختص اللجنة المنصوص عليها فى المادة السابقة بنظر التظلمات التى يقدمها أصحاب الشأن من القرارات الإدارية التى تصدر من الوزير أو الهيئة طبقا لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذا له. وفيما لم يرد به نص خاص فى هذا القانون يكون ميعاد التظلم من القرار ثلاثين يوما من تاريخ الأخطار أو العلم به. وتبين اللائحة التنفيذية إجراءات نظر التظلم والبت فيه ويكون قرار اللجنة بالبت فى التظلم نهائيا ونافذا ولا تقبل الدعوى بطلب إلغاء تلك القرارات قبل التظلم منها" .

(٢) نصَّت المادة (٢٠٧) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال المصري على أنْ: "ينشأ بالهيئة مكتب للتظلمات يزود بعدد من العاملين بالهيئة، يتولى تلقي التظلمات وقيدها بالسجل المعد لذلك في يوم ورودها، وعلى المكتب أن يردّ إلى المتظلم صورة من تظلمه مثبتاً عليها رقم القيد وتاريخه".

(٣) نصَّت المادة (٢٠٨) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال المصري نفسه على أنْ: "يقوم المكتب بعرض التظلم فور وروده على رئيس اللجنة لاتخاذ إجراءات عرضه عليها وتحديد تاريخ للنظر فيه، يخطر به المتظلم بخطاب مسجل مصحوب بعلمِ الوصول، للحضور أمام اللجنة بنفسه أو بنائب عنه أو بمن يمثله، فإذا كان المتظلم شركة من الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة أو كان التظلم يتعلق بإحدى هذه الشركات، فعلى اللجنة – بناءً على طلب الشركة – أن تدعو لحضور جلسة للنظر في التظلم مندوب عن الجمعية المهنية للأوراق الماليَّة التي تشترك فيها الشركة، وللجنة أنْ تطلب ذوي الشأن ما تراه من إيضاحات ومستندات".

للهيئة باعتبارها خصماً في هذا التظلم.

وفي هذا، يرى بعض الفقهاء[1] أنَّه من الأفضل صدور قرار إيجابي بالموافقة على طلب إنشاء الشركة خلال المدة المُشار إليها، وذلك للتأكُّد من قيام اللجنة بفحص الطلبات من جميع الجوانب التي تهم اقتصاد البلد، وأيضاً لأنَّ طبيعة طلبات التأسيس أو رفضها ليست من القرارات العادية، وإنَّما هي من القرارات الإدارية.

وبعد الانتهاء من إجراءات التأسيس في القانون الفرنسي، والقانون المصري، والقانون الأردني، نجد أنَّه يتم وضع نظام الصندوق في القانون المصري من قِبَل شركة الإدارة؛ إذ لم يأخذ القانون المصري بنظام أمين الاستثمار في إشراكه بوضع النظام على عكس القانون الفرنسي؛ الذي يعتبر صناديق الاستثمار نوعاً خاصاً من الشيوع في ملكية الأوراق الماليَّة [2].

أما المستثمرون، فلا يُعتبرون طرَفاً في تأسيس هذا النظام، إلاَّ بعد اكتتابهم في الصكوك التي يصدرها الصندوق، شأنهم شأن المدخرين في القوانين المقارنة الأخرى، مثل القانون الفرنسي[3].

أمَّا المشرِّع اللبناني، فقد أشار في نص المادة (٥) من القانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ الخاص بهيئات الاستثمار الجمَاعي بالقيَم المنقولة، وسائر الادوات الماليَّة، إلى أنَّه يتم إنشاء صندوق الاستثمار من قِبَل مدير الصندوق، وهو من يضع نظام عمل الصندوق[4]، بالإضافة إلى ذلك، أشارت المادة (١٢) من القانون نفسه إلى ما يجب أنْ يتضمَّن نظام الصندوق الذي يتم تحديده من قِبَل المدير، خاصة تسمية الصندوق، وعمره...... إلى خلاف ما هنالك من شروط وضوابط[5].

---

(١) سميحة مصطفى القليوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص١٩٠.

(٢) عبد الرحمن السيد قرمان، الجوانب القانونية في إدارة صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص١١

(٣) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٣٥٥.

(٤) نصَّت المادة (٥) من القانون اللبناني رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ الخاص بهيئات الاستثمار الجماعي بالقيم المنقولة وسائر الادوات الماليَّة على أنْ:

١- "ينشئ "المدير" "الصندوق"، ويضع نظام عمله.

٢- لا يُسأل "الصندوق" عن أية موجبات مترتبة على "المدير"، أو على مالكي الحصص؛ إذ يتحمل "الصندوق" فقط وبصورة حصرية الموجبات والمصاريف التي نص عليها صراحة نظام عمله.

٣-إنَّ الاكتتاب بأية حصة أو اكتسابها يستتبع حكماً القبول بالنظام العائد للصندوق".

(٥) نصَّت المادة (١٢) من القانون اللبناني رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ الخاص بهيئات الاستثمار الجماعي بالقيم المنقولة وسائر الأدوات على التالي:

١-"يضع "المدير" نظام "الصندوق".

٢- يجب أن يتضمن نظام "الصندوق" - على الأقل - المعلومات التالية:

أ- تسمية "الصندوق"، و"المدير"، و"الوديع"، ومدة عمل "الصندوق".

ب- السياسة الاستثمارية التي ستتبع، وفقاً للأهداف الموضوعة، والمعايير التي ينبغي الاسترشاد بها.

=

ويجب عند إنشاء أو تأسيس صندوق الاستثمار، الحصول على ترخيص مُسبق من قِبَل المصرف المركزي اللبناني[١].

ويُلاحَظ أنَّ القانون اللبناني منح الحق بإنشاء الصندوق للمدير فقط، وليس بالاتفاق بين المدير وأمين الصندوق، كما في القانون الفرنسي.

الفرع الثاني: إجراءات الترخيص بإنشاء صناديق الاستثمار

تخضع إجراءات إنشاء صناديق الاستثمار – عادة – لرقابة السلطة العامة، وذلك للتحقق من استيفائها الشروط القانونية من أجل ضمان حماية الادخار العام، وكذلك أموال المُستثمرين؛ وهنا، سوف نقوم بدراسة هذه الإجراءات وفقاً للتشريع الفرنسي في **(الفقرة الأولى)**، وبعض التشريعات العربيَّة في **(الفقرة الثانية)**.

الفقرة الأولى: إجراءات الترخيص بإنشاء صناديق الاستثمار في التشريع الفرنسي

أصدر المشرِّع الفرنسي في ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٨ قانوناً بشأن تنظيمات الاستثمار المشترك في القيَم المنقولة، وقد اعتبر القانون المُشار إليه لجنة عمليات البورصة كسلطة وصاية، بما يخص الادخار المشترك، ومن ثم، فإنَّه لا يلزم سوى منح اللجنة موافقتها على تأسيس صناديق

ج- سياسة توزيع المخاطر.

د- المصاريف والأتعاب التي يجوز "للمدير" تقاضيها، وطريقة احتساب تلك الأتعاب. على أن تُدرج جميعها في بند وحيد في النظام مستقل وظاهر.

هـ- الأحكام المتعلقة بكيفية ووتيرة نشر المعلومات.

و- تواريخ إقفال حسابات "الصندوق".

ز- حالات حل "الصندوق" بالإضافة إلى أسباب الحل المنصوص عليها في القانون.

ج- طرق تعديل نظام "الصندوق".

ط- أسس وقواعد إصدار الحصص.

ي- كيفية إعادة شراء الحصص عندما ينص نظام "الصندوق" على ذلك، والشروط التي يجب اتباعها لشراء وتعليق وإعادة شراء الحصص.

ك- توضيح طبيعة ودرجة المخاطر والأعباء التي تترافق مع التوظيف المعروض.

ل- تحديد العملة التي يتم على أساسها إصدار، وإعادة شراء الحصص، وتقييم صافي موجودات "الصندوق"، ومسك الحسابات.

م- الحالات التي تؤدي إلى تعليق البيع، وتعليق إعادة شراء الحصص من قبل "الصندوق".

(١) راجع نص المادة (٣٢) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ الخاص بهيئات الاستثمار المشترك والقيم المنقولة وسائر الأدوات المالية اللبناني.

الاستثمار، أما قبل صدور هذا القانون، فإنَّ الموافقة على إنشاء تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة كانت من اختصاص وزير الاقتصاد الفرنسي، الذي كان يصدر قراره في هذا الشأن بعد أخذ رأي لجنة عمليات البورصة[1].

وقد أشارت المادة (٤) من نظام لجنة عمليات البورصة رقم (١٨٩/٢) بشأن ترخيص إنشاء صندوق الاستثمار إلى أنَّه يجب إيداع ملف لدى لجنة عمليات البورصة، يتضمَّن العناصر التي تطلبها اللجنة من أجل ترخيص إنشاء الصندوق، أما الوثائق المطلوبة حسب نص المادة المذكورة، فهي:

- بطاقة بالموافقة على إنشاء صندوق الاستثمار، تسلم للجنة المختصة ثلاث نسخ منها، وتتضمَّن هذه البطاقة – تحديداً – الخصائص الأساس لتنظيم الاستثمار المشترك، أي نوع تنظيم الاستثمار ومؤسسه، وقواعده، وأحكامه الإدارية، وأسلوب تشغيله.
- أنظمة تنظيم الاستثمار المشترك، متضمنة البيانات المنصوص عليها في تعليمات اللجنة.
- أسعار المعلومات المنصوص عليها وفقاً لتعليمات اللجنة.
- إذا كان تنظيم الاستثمار المشترك متمتعا بالضمان يقدم عقد الضمان[2].

وتقوم لجنة عمليات البورصة عقب تسلُّمها الملف المطلوب، بإعادة نسخة من بطاقة الترخيص إلى صندوق الاستثمار المشترك، ويؤشر على إيصال بإيداع الملف رسمياً بيد اللجنة، وتتولَّى اللجنة إخطار الصندوق بقرارها بالموافقة عن طريق إرسال نسخة أخرى من مطابقة الموافقة، يذكر فيها التاريخ الذي استلمت فيه الموافقة، وللجنة عمليات البورصة طلب معلومات إضافية قد يخلو منها الملف، وإذا قدرت اللجنة ضرورتها، فإذا لم تطلب اللجنة مثل هذه المعلومات أو لم تصدر قراراً مسبَّباً بمنع الموافقة خلال شهر من تاريخ تسلمها الملف، فإنَّ الموافقة تُعَدُّ ممنوحة للصندوق المشترك ضمنياً، ويكون تاريخها هو المبيَّن في إيصال تسليم الملف، فإذا منحت الموافقة إلى صندوق الاستثمار، فإنَّه يتعيَّن على المودَع له أنْ يقوم عقب إيداع الأموال بتسليم اللجنة شهادة بذلك، وتُعتبر موافقة اللجنة كأنَّها لم تكن إذا لم تُسلَّم هذه الشهادة خلال مدة أقصاها (٤٥) يوماً، من تاريخ الإخطار بالموافقة[3].

---

(١) نهال فتحي أحمد، مرجع سابق، ص١١٧.

(٢) راجع المادة الرابعة من لجنة عمليات البورصة الفرنسية ١٨٩/٢؛ للمزيد من التفاصيل راجع الموقع الإلكتروني الخاص بالحكومة الفرنسية: http: //www.legifrance.gouv.fr/affichTexte. تاريخ الزيارة: ٥-٨-٢٠١٤.

(٣) نهال فتحي أحمد، مرجع سابق، ص١١٨.

الفقرة الثانية: إجراءات الترخيص في إنشاء صناديق الاستثمار في بعض التشريعات العربيَّة

كما سبق وذكرنا، اشترط المشرِّع المصري بموجب قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، أنْ تأخذ شركة إدارة الصندوق شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي؛ وبالتالي، نجد أنَّ تأسيس شركة الصندوق يخضع لطائفتين من القوانين، تتمثَّل الطائفة الأولى، في القواعد التي يتعين اتباعها في تأسيس الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، بينما تتمثَّل الطائفة الثانية في القواعد الإضافية التي تقتضيها مباشرة هذه الشركات نشاط صناديق الاستثمار.

أمَّا بالنسبة لترخيص إنشاء صناديق الاستثمار، فيقدم طلب الترخيص إلى الهيئة العامة للرقابة المالية، وقد حدَّد قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية مجموعة من البيانات التي يجب ان يحتويها طلب الترخيص وهي:

معلومات تتعلق بالشركة طالبة الترخيص، كشهادة قيد الشركة في السجل التجاري، وتاريخ القيد، ورقمه، ومكانه، وأسماء أعضاء مجلس الإدارة وخبراتهم مع تقديم ما يفيد بأنه لم تصدر على أي منهم أحكام بعقوبة ماسة بالشرف والأمانه أو بإحدى الجرائم المنصوص عليها في قانون الشركات أو التجارة، أو الحكم بإشهار إفلاس أحدهم ما لم يكن قد ردّ اعتباره إليه[١].

وكذلك معلومات تتعلق بالأمور المالية كرأس مال الشركة الذي يجب أنْ لا يقل بأي حال من

---

(١) نصت المادة ١٣٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنه ١٩٩٢ على أنَّه: "يقدم طلب الترخيص بمزاولة النشاط على النموذج المعد لذلك مرفقا به ما ياتي:

١- شهادة بقيد الشركة في السجل التجاري وتاريخ القيد ورقمه ومكانه.

٢- الانشطة المطلوب مزاولتها ومدى اتفاق رأس المال مع هذه الانشطة.

٣- بيان باعضاء مجلس الإدارة والمديرين وخبراتهم على النحو الذي يحدده قرار مجلس إدارة الهيئة.

٤- أنْ يكون المؤسسون واعضاء مجلس الإدارة والمديرون حسنى السمعة مع تقديم ما يفيد انه لم تصدر على أي منهم احكام بعقوبة جناية أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف والامانة أو في احدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة أو الحكم باشهار افلاس ما لم يكن قد رد اليه اعتباره.

٥- ما يفيد سداد رسم الترخيص.

٦- ما يفيد اداء قيمة التامين على النحو الذي يبينه قرار مجلس إدارة الهيئة.

٧- أية تعديلات تطرأ على البيانات والمستندات والوثائق التي تم على أساسها تأسيس الشركة.

٨- ما يفيد قيام الشركة اذا كانت من شركات إدارة صناديق الأوراق المالية أو السمسرة في الأوراق المالية أو تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية أو إدارة السجلات أو التسوية والمقاصة والحفظ المركزي بالتامين ضد المسئولية عن الخسائر أو الاضرار التي تصيب عملائها بسبب خطا الشركة أو مديريها أو العاملين بها، أو نتيجة لفقد أو تلف أو سرقة وثائق العملاء واموالهم، وذلك على النحو الذي يصدر به قرار من مجلس إدارة الهيئة."

الأحوال عن عشرة ملايين جنيه مدفوعة نقداً بالكامل[1]. وهو الحد الأدنى لرأس مال الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، لكي يحق لها مزاولة نشاط إنشاء صناديق الاستثمار. كما يجب أن يُذكر في طلب الترخيص اسم مدير الاستثمار الذي سيتولى الإدارة الفنية للصندوق، وخبراته السابقة مع صورة من العقد المبرم بينه وبين الشركة المؤسسة، بالإضافة إلى تقديم النظام الأساسي للصندوق متضماً العديد من البيانات، كأسم الصندوق، ومدته، ورأسماله، وطريقة تقييم أصول الصندوق، وقواعد الإفصاح، وأسماء مراقبي الحسابات ومستشاره القانوني، وغيرها من البيانات التي حددتها المادة (١٤٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، وذلك بعد التعديل الذي تم من قبل وزير الاستثمار بالقرار رقم (٢٠٩) لسنة ٢٠٠٧. بناءً عليه، تقوم الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية بإعداد سجل تدوَّن فيه طلبات تأسيس الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، وتشكَّل – بقرارٍ من رئيس الهيئة – لجنة تضم عناصر قانونية للنظر في تأسيس شركة الصندوق، وتقوم هذه اللجان بقبول الطلب أو رفضه، وقد حدَّدت المادة (٢٨) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، مباشرة أحد الأنشطة التي ذكرتها المادة (٢٧) من القانون نفسه، ومن بينها عدم تكوين إدارة محافظ الأوراق الماليَّة إلاَّ بعد الحصول على ترخيص بذلك من هيئة سوق المال، والتقيد بالسجل المعدُّ لهذا الغرض[2].

---

(١) نصت الفقرة ثانياً من المادة ١٢٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ والمعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ٣١٤ لسنة ٢٠٠٦ على أنَّه: "يكون رأس المال المصدر والمدفوع للشركة التي تباشر نشاطاً أو اكثر من الانشطه الخاضعة لاحكام القانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على النحو الأتي

ثانياً عشرة ملاين جنيه مدفوعة نقداً بالكامل للأنشطة الاتية

١- رأس مال المخاطر.

٢- صناديق الاستثمار المباشر.

٣- صناديق الاستثمار.

٤- التعامل والوساطة والسمسرة في السندات."

(٢) نصَّت المادة (٢٧) من قانون رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ المصري، المذكور سالفاً على أنْ: "تسري أحكام هذا الباب على جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، ويقصد بها الشركات التي تباشر نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية:

(أ) ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق الماليَّة.

(ب) الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.

(ج) رأس المال المخاطر.

(د) المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق الماليَّة.

(هـ) تكوين وإدارة محافظ الأوراق الماليَّة وصناديق الاستثمار.

(و) السمسرة في الأوراق الماليَّة.

ويجوز للوزير – بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة – إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق الماليَّة.

(ز) التعامل والوساطة والسمسرة في السندات، وتبين اللائحة التنفيذية شروط وأوضاع مزاولة هذا النشاط.

=

فإذا باشر مدير الصندوق هذا النشاط من دون ترخيص من قِبَل الهيئة، يحق لرئيس هيئة سوق المال وقف النشاط[١]. ويجب أنْ يكون قرار اللجنة عند رفض ترخيص شركة الصندوق مُسبَّباً، وفي كل الأحوال، لا يكون قرار اللجنة نهائياً، ولا يجوز للشركة مزاولة نشاطها إلاَّ بعد الحصول على الترخيص من الهيئة العامة لسوق المال، وتأخذ الشركة التي يتم الترخيص بمزاولة نشاطها شهادة يُحدَّد فيها نوع النشاط، والشكل القانوني للشركة، ومؤسسها، ومدتها؛ كما يُشترط عليها شروط، يجب توافرها بعد منح الترخيص، ويتم الترخيص بمقابل رسم يُدفع للهيئة، مقداره عشرة آلاف جنيه لكلِّ صندوق استثمار[٢].

أمَّا في التشريع الأردني، فقد أشارت المادة (٤٧) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ إلى أنَّه يحظَّر على مدير الاستثمار وأمين الاستثمار مزاولة أي نشاط إلاَّ بعد الحصول على ترخيص بإنشاء الصندوق من قِبَل مجلس مفوضي الهيئة[٣].

(ح) نشاط توريق الحقوق الماليَّة.

(ت) الاستشارات الماليَّة عن الأوراق الماليَّة.

(ي) نشاط صانع السوق، ويقصد بنشاط صانع السوق توفير السيولة الدائمة للأوراق الماليَّة المقيدة بإحدى بورصات الأوراق الماليَّة التي يلتزم بصناعة سوقها، وذلك بضمان التعامل عليها خلال جلسة التداول.

(ك) نشاط خدمات الإدارة في مجال صناديق الاستثمار.

وتقدم طلبات تأسيس هذه الشركات إلى الهيئة، وتبين اللائحة التنفيذية إجراءات وأوضاع تأسيسها، والأحكام المنظمة لعملها، والأعمال التي تدخل في تلك الأنشطة.

اما المادة (٢٨) من القانون نفسه، فقد نصَّت على أنَّه: "لا يجوز مزاولة الأنشطة المنصوص عليها في المادة السابقة إلاَّ بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة، والقيد بالسجل المعد لديها لهذا الغرض.

وتصدر الهيئة قرارها بالبت في طلب الترخيص خلال ستين يوماً على الأكثر من تاريخ تقديم الأوراق – مستوفاة – إليها، وفي حالة رفض الطلب يجب أن يكون القرار مُسبِّبا، ويكون التظلم منه أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها في الباب الخامس من هذا القانون.

وتحدد اللائحة التنفيذية قواعد وإجراءات ورسوم منح الترخيص بما لا يجاوز عشرة آلاف جنيه.

ويضع مجلس إدارة الهيئة نموذج الترخيص وبيانات السجل.

وعلى رئيس الهيئة وقف أي نشاط خاضع لأحكام هذا القانون إذا تمت مزاولته من دون ترخيص، ويجوز أن يتضمن قرار الوقف غلق المكان الذي تتم مزاولة النشاط فيه بالطريق الإداري".

(١) هشام فضلي، إدارة المحافظ الأوراق الماليَّة لحساب الغير، مرجع سابق، ص١٥.

(٢) المرجع نفسه، ص١٧.

(٣) نصَّت المادة ٤٧ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ على أنَّه:

أ- يحظر على أي شخص مزاولة أعمال أي من الأشخاص المبينين ادناه الا بعد الحصول على ترخيص من المجلس وفقا للتعليمات الصادرة عنه:

١. الوسيط المالي.

٢. الوسيط لحسابه.

٣. أمين الاستثمار.

=

كما جاء في المادة (٤٨) من القانون نفسه أنَّ طلبات الترخيص بإنشاء صناديق الاستثمار تُقدَّم إلى هيئة الأوراق المالية الأردني خطياً، وحسب النموذج الذي تعدّه الهيئة، مرفقاً بشهادة تعهد بصحة المعلومات الواردة فيه، وموقعاً من مقدمه[١].

أما في لبنان، فقد أشارت المادة (٣٢) من القانون رقم (٧٠٦)، لسنة ٢٠٠٥ الخاص بهيئات

---

٤. مدير الاستثمار.
٥. المستشار المالي.
٦. مدير إصدار.
٧. شركة الخدمات المالية.
٨. الحافظ الأمين.
٩. أي أعمال أخرى تتعلق بالأوراق المالية يقررها المجلس.

ب- يحظر على أي شخص طبيعي أنْ يكون معتمدا لأيٍّ من الجهات المذكورة في الفقرة (أ) من هذه المادة إلاَّ بعد اعتماده لدى الهيئة.

ج- يحدد المجلس، ووفق تعليمات يصدرها، طبيعة الأعمال المشار إليها في الفقرة (أ) من هذه المادة، ومتطلبات الترخيص لكل منها، وشروط الاعتماد للمعتمد، ومستوى التدريب والخبرة والكفاءة لجميع الأشخاص، ويجوز له أنْ يشترط على مقدم الطلب التقدم لامتحان أو أي طريقة أخرى للتأكد من استيفائه للشروط المطلوبة.

د- للمجلس وفق التعليمات التي يصدرها إعفاء أي شخص من متطلبات الترخيص أو شروط الاعتماد المشار إليها في الفقرة (ج) من هذه المادة، وذلك حسب ما تقتضيه المصلحة العامة.

(١) نصَّت المادة (٤٨) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ على أنَّه:

يتم تقديم طلب الترخيص لأي من الأعمال المشار إليها في الفقرة (أ) من المادة (٤٧) من هذا القانون، إلى الهيئة خطياً، وحسب الأنموذج الذي تعده لهذه الغاية، مرفقا بشهادة تعهد بصحة المعلومات الواردة فيه، وموقعا من مقدمه على أنْ يشمل ما يلي:

١. اسم مقدم الطلب أو اسمه التجاري.
٢. نوع الشركة.
٣. المركز الرئيس لمقدم الطلب ومكتبه الرئيس وفروعه في المملكة إن وجدت.
٤. عناوين الإقامة والعمل لجميع الأشخاص ذوي العلاقة في الشركة، بما في ذلك مالكوها ومديروها وموظفوها مع بيان صفة كل منهم ولقبه الوظيفي.
٥. طبيعة عمل مقدم الطلب، ومدة ممارسته لهذا العمل.

ب- للهيئة طلب أي معلومات اضافية من مقدم الطلب بما في ذلك المعلومات التي تتعلق بسيرته الذاتية وسجله وعلاقته بالشركات الاخرى وذلك حسب ما تراه لازما للتأكد من سمعته المهنية.

ج- للهيئة اتخاذ الاجراءات اللازمة للتحقق من صحة المعلومات الواردة في الطلب.

د- يقدم طلب الاعتماد إلى الهيئة، وفق التعليمات التي يصدرها المجلس.

هـ- يصدر المجلس قراره بمنح الترخيص أو الاعتماد أو رفض أي منهما خلال ستين يوما من تاريخ تقديم الطلب إليها مستكملا الشروط والمتطلبات.

الاستثمار الجمَاعي في القيم المنقولة وسائر الأوراق الماليَّة إلى أنَّه يجب أنْ يتم خضوع تأسيس الصندوق للترخيص المُسبق من قِبَل مصرف لبنان، الذي يمنح الترخيص بتأسيس الصندوق وفقاً لما يرى أنَّه يخدم المصلحة العامة. ويتمتع المصرف بسلطة واسعة في تقدير مدى توافر المصلحه العامة لمنح الترخيص، ولا يتوقف الأمر عند تأسيس الصندوق؛ بل يجب موافقة المصرف الذي تُودع فيه الأموال، عند إجراء أي تعديل على نظام الصندوق الذي يتمُّ وضعه من قِبَل مدير الصندوق، وهذا ما نصَّت عليه المادة (٣٢) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ اللبناني.

المطلب الثاني: انقضاء صناديق الاستثمار وتصفيتها

هناك عدة أسباب لانقضاء صناديق الاستثمار، أبرزها: انقضاء مدتها، أو إصدار حكم بانقضائها، أو لانخفاض عدد المُستثمرين في الصندوق، وقد يكون سبب الانقضاء متعلقاً بالشركة، (الإدارة أو الأمين)، وفي ما يلي سنتكلم عن أسباب انقضاء صناديق الاستثمار في القانون المقارن وسنأخذ مثلاً على ذلك موقف القانون الفرنسي، وموقف القانون المصري.

فالقانون الفرنسي الصادر في ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٨، بشأن تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، لم يتضمَّن أسباباً لانقضائه، وقد ترك ذلك للقواعد العامة.

أما المشرِّع المصري، فقد نص في اللائحة التنفيذية لقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال على أسباب انقضاء صناديق الاستثمار، وتصفيتها، وكذلك الأمر بالنسبة للمشرِّع اللبناني الذي نص في القانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥، على أسباب تصفية صناديق الاستثمار.

لذا، سوف نقوم بدراسة أسباب انقضاء صناديق الاستثمار في **(الفرع الأولى)** وتصفية هذه الصناديق في **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: أسباب انقضاء صناديق الاستثمار

تنقضي صناديق الاستثمار لأسباب متعددة، منها ما يتعلق بانقضاء مدتها في **(الفقرة الأولى)**، ومنها عدم استمرار شركة الإدارة أو أمين الاستثمار في **(الفقرة الثانية)** ومنها انخفاض قيمة عدد حصص الشركاء في الصندوق في **(الفقرة الثالثة)**، وقد يكون السبب صدور حكم قضائي أو قرار إداري أو الشطب في **(الفقرة الرابعة)**.

الفقرة الأولى: انقضاء صناديق الاستثمار لانقضاء مدتها

تبيَّن معنا سابقاً أنَّ القانون الفرنسي الصادر في ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٨ بشأن تنظيمات

الاستثمار المشترك في القيم المنقولة قد خلا من أسباب انقضاء صناديق الاستثمار، تاركاً الأمر لما تقضي به القواعد العامة؛ وبالتالي، يخضع انقضاء صناديق الاستثمار للقواعد العامة، إلاَّ أنَّ المشرِّع الفرنسي خرج على القواعد العامة المقرَّرة في القانون المدني بشأن الشيوع في صناديق الاستثمار؛ حيث إنَّه في صناديق الاستثمار لا يجوز للمستثمرين (حملة شهادات الصندوق) المطالبة بقيمة أموال الصندوق أثناء استمرار الصندوق في نشاطه، بطريقة اقتسام المبالغ، والقيَم المنقولة الداخلة في تكوينه بين الشركات، ولا يجوز الخروج عن الشيوع (شيوع صندوق الاستثمار) إلاَّ عن طريق طلب إعادة شراء الحصة، ولا يترتَّب على إعادة شراء الحصة انقضاء الصندوق؛ حيث إنَّه لا ينقضي صندوق الاستثمار في القانون الفرنسي إلاَّ بانتهاء المدة المحدَّدة في نظام الصندوق[1].

أمَّا المشرِّع المصري، فقد نصَّ نصاً صريحاً بانقضاء صندوق الاستثمار بانتهاء مدته، وهذا ما جاء في نص المادة ١٦٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، حيث جاء فيه "ينقضي الصندوق في الحالات التالية:

١- انتهاء مدته.

٢- تحقيق الغرض الذي انشئ من اجله، وإذا استحال عليه مواصلة تنفيذ غرضه."

في حين يتساءل بعض الفقهاء[2]، عن المدة التي يجب ألاَّ تتجاوزها حياة صندوق الاستثمار؟ وما إذا كانت هي المدة نفسها التي يجب ألاَّ تتجاوزها مدة الشيوع الاختياري المقررة بخمس سنوات في القواعد العامة[3]، أم يجوز أنْ تزيد عن هذه المدة في صناديق الاستثمار؟ خوَّل المشرِّع المصري لكلِّ شريك في الصندوق أنْ يطالب بتصفية حصته في كل وقت، وخصوصاً في صناديق الاستثمار المفتوحة، لأنَّ نظام هذه النوعية من الصناديق يسمح بذلك؛ وبالتالي، لا يترتَّب على خروج أي شريك من الصندوق في هذه الحالة انقضاؤه، ما لم تنتهِ المدة المحدَّدة في نطاقه، أو ما لم يقع أي سبب من الأسباب الأخرى للانقضاء.

أما المشرِّع اللبناني، فقد أشار في المادة (١٨/١) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ - المذكور سابقاً - صراحة إلى أحد أسباب انقضاء الصندوق، وهو انتهاء مدتة التي يتم تحديدها من قِبَل مدير الصندوق، عند وضع النظام؛ حيث أكَّدت هذه المادة، على أنْ يكون الانتهاء (عند انتهاء المدة المحدَّدة

---

(١) نهال فتحي أحمد، مرجع سابق، ص٤٧٣.

(٢) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٦٠٩.

(٣) نصَّت المادة (٨٤٣) من القانون المدني المصري على أنَّه: "لكل شريك أن يطالب بقسمة المال الشائع ما لم يكن مجبراً على البقاء فى الشيوع بمقتضى نص أو اتفاق، ولا يجوز بمقتضى الاتفاق أنْ تمنع القسمة إلى أجل يجاوز خمس سنين، فإذا كان الأجل لا يجاوز هذه المدة نفذ الاتفاق فى حق الشريك وفى حق من يخلفه".

في نظام الصندوق).

الفقرة الثانية: انقضاء الصندوق بسبب يتعلق بشركة الإدارة أو أمين الاستثمار

كما تمَّ ذكره في سياق دراسة صناديق الاستثمار، فإنَّها لا تمتلك الشخصية المعنوية وفقاً للرأي السائد؛ بل إنَّ من يمتلكها هو الشركة المؤسسة للصندوق، وهذا ما يميز صناديق الاستثمار عن غيرها؛ وبالتالي، لا ينقضي صندوق الاستثمار في القانون المقارن، كالقانون الفرنسي والمصري، بوفاة أحد شركاء الصندوق، أو إفلاسه، أو إعساره، أو الحجز عليه؛ بينما تقوم العلاقة بين الشركاء وشركة إدارة الصندوق وبين أمين الاستثمار، على الاعتبار الشخصي؛ حيث تُبنى هذه العلاقة على عقد ثقة (Trust)، أو عقد وكالة[١]، وفي حال فقد الثقة في أمين الاستثمار أو شركة الإدارة يتمّ تغيير شركة الإدارة أو أمين الاستثمار أو المدخرين؛ وبالتالي، يتوجَّب حل الصندوق وتصفيته.

ولذلك، لا يمكن اعتبار أنَّ هناك وجوداً لصندوق الاستثمار من دون الشركاء أو شركة الإدارة، أو أمين الاستثمار[٢].

أما في القانون اللبناني، فإلى جانب ما جاء في أسباب انقضاء صناديق الاستثمار يُضاف توقف أعمال المدير أو الأمين، وفق ما جاء في البنود (ج، د، هـ) من المادة (١٦)[٣]، فقد نصَّ البند (ج) من

---

(١) يُقصد بعقد الوكالة أي الوكالة التجارية: وهي الوكالة التجارية أو العقد الذي يلتزم بمقتضاه شخص، ومن دون أنْ يكون مرتبطاً بعقد عمل، بالتفاوض أو بالتعاقد بصفة معتادة، بشأن عمليات بمشتريات أو بيوعات، أو بصفة عامة بجميع العمليات التجارية، باسم ولحساب تاجر أو منتج أو ممثل تجاري آخر، يلتزم من جهته بأدائه أجرة عن ذلك، للمزيد من التفاصيل راجع رضا السيد، إنهاء وكالة العقود وآثاره في قانون التجارة رقم (١٧) لسنة ١٩٩٩، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠٤، ص١١.

(٢) وفي السياق ذاته قضت محكمة النقض المصرية على أنَّه يجوز لرئيس الجمعية العامة لشركات المساهمة دعوة الجمعية لاجتماع غير عادي، للنظر في عزل رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة كلهم، أو بعضهم، أثناء مدة عضويتهم في المجلس، وللمساهمين الذين يمثلون (١٠٪) من رأس المال أن يطلبوا من مجلس إدارة الشركة الدعوة لاجتماع الجمعية العامة غير العادية. قرار صادر عن الدائرة التجارية لدى محكمه النقض المصرية، رقم القرار(١٣٥٩٢) بتاريخ ٢٠-٢-٢٠١٣، منشور على الموقع الإلكتروني الخاص بمحكمة النقض المصرية http: //www.cc.gov.eg/، تاريخ الزيارة: ٢٤-٩-٢٠١٤.

(٣) نصَّت المادة (١٦) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ على أنْ: "تنتهي مهام "المدير" ومهام "الوديع"، كلاً في ما خصه، في الحالات التالية:

أ- في حال انسحب "المدير"، شرط أن يحل محله "مدير" آخر، تتوفر فيه الشروط المفروضة من مصرف لبنان.

ب- في حال انسحب "الوديع" بمشيئته أو بمشيئة "المدير"، يتوجب على "الوديع" في هذه الحالة اتخاذ التدابير اللازمة كافة، الآيلة إلى حماية مصالح أصحاب الحصص، وذلك لحين اختيار "وديع" آخر، تتوفر فيه الشروط المفروضة من مصرف لبنان.

ج- إذا استفاد "المدير" أو "الوديع" من أحكام الصلح الاحتياطي، أو من أحكام أي تأجيل للإيفاء، أو أعلن إفلاس أي منهما أو أُخضع أي منهما لمراقبة أعماله أو تعرض للتصفية.

=

الفقرة (١) في المادة (١٨) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ – السالف الذكر – أنَّ أحد أسباب انقضاء الصندوق هو إعلان إفلاس المدير خلافاً لما في القانون المقارن، وذلك لأنَّ المدير هو من ينشئ صندوق الاستثمار وحده[١].

الفقرة الثالثة: انخفاض عدد حصص الشركاء في الصندوق:

تخضع صناديق الاستثمار – بشكل عام – لسلطة الإشراف[٢]؛ حيث تقوم هذه السلطة بصلاحيات مهمة، فبالإضافة إلى مراقبة الصناديق، فإنَّ لها صلاحية حل الصندوق، إذا رأت أنَّ استمراره يضر بمصلحة الشركاء بالصندوق، أو بسوق الأوراق الماليَّة، أو إذا انخفضت قيمة حصص الشركاء انخفاضاً كبيراً من دون أمل في تعويض هذا الانخفاض، بسبب سوء مركز الصندوق في سوق الأوراق الماليَّة، لذا، قرَّر المشرِّع المصري في الحالات التي تؤدي إلى خطر على الأسواق المالية أو على المستثمرين، إلى انقضاء صندوق الاستثمار؛ وهذا ما جاء في الفقرة (هـ) من المادة (٣١) من قانون سوق رأس المال المصري. أما بالنسبة لانخفاض عدد حصص الشركاء في الصندوق فإنَّ اللائحة التنفيذية المعدلة من قبل وزير الاستثمار بقرار رقم (٢٠٩) لسنة ٢٠٠٧ لم تنص صراحة على أحد أسباب الانقضاء في حال انخفاض عدد وثائق الاستثمار.

د- إذا لم تعد تتوفر في كل من "المدير" أو "الوديع" الشروط المفروضة من مصرف لبنان.

هـ- في أي حالة من الحالات الأخرى المذكورة لهذا الغرض في نظام الصندوق.

(١) نصَّت المادة (١٨) من القانون نفسه على أنْ:

١-"يصبح "الصندوق" في حالة تصفية إذا تحققت أي من الحالات التالية:

أ- عند انتهاء المدة المحددة في نظام "الصندوق".

ب- عند توقف أعمال أي من "المدير" أو "الوديع"، وفقاً للحالات المذكورة تحت البنود "ج" و"د" و"هـ" من المادة (١٦) من هذا القانون، وإذا لم يتم اختيار من يحل محلهما ضمن المهل المحددة من قبل مصرف لبنان.

ج- في حال إعلان إفلاس "المدير".

د- في حال تدنت القيمة السوقية لحصص "الصندوق" عما يعادل (٧٥%) من القيمة التي كانت عليها في بداية السنة الماليَّة.

هـ- في أي حالة أخرى مذكورة لهذا الغرض في نظام "الصندوق".

٢- في حال التصفية، يقوم "المدير" أو إذا اقتضى الأمر يقوم "الوديع" بمهام المصفي.

إذا لم يتحقق ذلك، يُعيَّن المصفي من قبل المحكمة، بناء لطلب أي حامل حصص.

٣-يتوجب على "المدير"، أو إذا اقتضى الأمر، على "الوديع" إعلان حالة التصفية، ونشرها من دون أي إبطاء.

إذا لم يحصل ذلك، يتم النشر من قبل مصرف لبنان، وعلى نفقة "المدير؛ ويحظر إصدار الحصص، وإعادة شرائها عند تحقق الواقعة التي أدت إلى حالة التصفية وذلك تحت طائلة البطلان

(٢) سلطة الإشراف هي الهيئات المختصة بالرقابة الماليَّة، مثل: هيئة سوق المال في مصر، ولجنة الإشرف على الأموال الـ COB في فرنسا، ومصرف لبنان المركزي في لبنان، وهيئة الأوراق المالية في الأردن.

أما بالرجوع إلى اللائحة التنفيذية قبل أنْ يتم التعديل فنجد أن المادة (١٦٢) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال، قد نصت في الحالات التالية:

"**أوَّلاً**: إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى (٥٠%) من إجمالي عدد الوثائق المكتتب فيها، ما لم تقرر أغلبية حمَلة الوثائق استمرار نشاطه، وذلك في اجتماع تدعو إليه الشركة، ويحضره ممثل الهيئة".

وواقع الأمر، أنَّ النقص في قيمة وثائق الاستثمار إلى حدّ كبير، قد يدفع بالكثيرين من حاملي وثائق الاستثمار على استخدام رخصة الانسحاب من الصندوق، والمطالبة بشراء حصصهم إذا تضمنت وثائق الاستثمار هذا الحق، وفي الوقت ذاته، لا يُتصور انضمام شركاء جدد يحلون محل الشركاء القدامى، ليستمر الصندوق في مباشرة نشاطه.

ثانياً: إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار (٢٥%) عن العدد المكتتب فيه. ففي هذه الحالة، يعتبر المشرِّع انقضاء صناديق الاستثمار إجبارياً؛ حيث لم يترك الخيار لحملة الوثائق في تقرير بقاء الصندوق، كما في الحالة الأولى.

والجدير بالملاحظة، أنَّه لا يجوز لصندوق الاستثمار إصدار وثائق بديلة عن تلك التي تمَّ استردادها[١].

أما المشرِّع اللبناني، فقد أشار في المادة (١٧) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ – سالف الذكر – إلى أنَّه: "يتوجب على "المدير" إعلام مصرف لبنان المركزي من دون إبطاء، في حال تدنَّت القيمة السوقية لحصص "الصندوق" بنسبة (٢٥%) عن القيمة التي كانت عليها في بداية السنة الماليَّة.

وفي هذه الحالة الخاصة، يجوز لمصرف لبنان المركزي، وبقرار منه، ووفق الظروف المستجدة، إلزام "المدير" بأنْ يقوم بوضع "الصندوق" في حالة التصفية، ولا يقبل هذا القرار الاستئناف، أو أي طريق من طرق المراجعة العادية أو الاستثنائية".

يتضح من النص أعلاه، أنَّ حالة تصفية الصندوق في هذه الحالة تكون إجبارية.

كما نصَّت الفقرة (د) من المادة (١٨) من القانون نفسه على تصفية الصندوق في حال تدنت القيمة السوقية لحصص "الصندوق" عما يعادل (٧٥%) من القيمة التي كانت عليها في بداية السنة المالية.

---

(١) راجع: نصَّ المادة (١٥٩) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال المصري.

الفقرة الرابعة: صدور حكم أو قرار بحل الصندوق أو شطبه

في حالة وجود خلاف يتعذر حله بين شركة الإدارة وأمين الاستثمار يمكن حل الصندوق، أو إذا باشر الصندوق نشاطاً غير مشروع، يُلحق الضرر بباقي المؤسسين والمُستثمرين، يمكن صدور حكم أو قرار بحل الصندوق أو شطبه، ويحق للمتضررين الطلب بالحكم ببطلان الصندوق، وتصفيته وحله(١).

الفرع الثاني: تصفية صناديق الاستثمار

لا ينتهي صندوق الاستثمار قانونياً بانقضائه، وإنَّما يلي ذلك مرحلة يطلق عليها مرحلة التصفية، وقد اختلفت بعض التشريعات في ما يخص هذه المرحلة، فالبعض ترك هذه المرحلة للقواعد العامة، بينما حرص البعض الآخر على تحديدها بقواعد خاصة، ويمكن ذكر إجراءات تصفية صناديق الاستثمار بشكل عام، كالتالي(٢):

- تصفية من قِبَل مدير الاستثمار: في هذه الحالة يقوم مدير الاستثمار بتقديم طلب التصفية إلى الجهة المختصة للإشراف على صناديق الاستثمار، لتصفية الصندوق، وتصدر الجهة المختصة قراراً بحل الصندوق وتصفيته، متضمناً تعيين المصفي، وتحديد أتعابه؛ وينتهي دور مدير الاستثمار عند تعيين المصفي، وكذلك الأمر عند انقضاء الصندوق بناء على حكم قضائي، ففي هذه الحالة يتم تعيين المصفي، وتحديد أتعابة من قِبَل القضاء وتدفع مصاريف التصفية من أصول الصندوق.
- يقوم مدير الصندوق بإشهار انقضاء الصندوق، بعد موافقة الجهة المختصة المشرفة عليه، وبعد تعيين المصفي، وذلك عن طريق النشر في الجريدة الرسمية، أو في أحد مواقع البورصة، وتبدأ أعمال التصفية من تاريخ الإشهار والنشر.
- تصدر الجهة المختصة المشرفة على صناديق الاستثمار قرار إنهاء أعمال الصندوق فور انتهاء المصفي من كافة إجراءات التصفية، وتُعلن ذلك في الجريدة الرسمية، ويُشطب الصندوق من السجل الذي دوَّن فيه صناديق الاستثمار لدى الجهة المختصة.
- لا يتحمل المصفي المسؤولية عن أي خسارة أو انخفاض في قيمة أصول الصندوق، سواء أكان

---

(١) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٦٢١.

(٢) راجع الموقع الأكتروني الخاص بمركز المالي الكويتي الأتي:

https://www.markaz.com/getmedia/491e47cd-675e-4bd4-911f-85e7a22d3af3/

أخر زيارة للموقع بتاريخ ٧-١-٢٠١٥.

تجاه المدير أم مالكي الحصص، إلاَّ إذا كانت الخسارة أو الانخفاض نتيجة إهمال أو تقصيرٍ من قبل المصفي.

أما بالنسبة لمواقف التشريعات، فإن المشرِّع الفرنسي حدَّد أحكام تصفية صناديق الاستثمار في القانون الصادر في ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٨، ووضع شروط التصفية وقواعدها[١] وبموجبها يقوم مراقب الحسابات بتقدير قيمة الموجودات، ويحرر بذلك تقريراً يحوي شروط التصفية، ويوضع هذا التقرير تحت تصرف حاملي الحصص، كما يتم إيصاله إلى لجنة عمليات البورصة[٢].

أما المشرِّع المصري فقد أشار في اللائحة التنفيذية لقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ قبل ان يتم التعديل على بعض مواده من قبل وزير الاستثمار بالقرار رقم ٢٠٧ لسنة، ٢٠٠٧ إلى تصفية صناديق الاستثمار.

وكانت اللائحة التنفيذية قبل أنْ يتم التعديل عليها من قبل وزير الاستثمار بالقرار رقم (٢٠٩) لسنة ٢٠٠٧، بين ما إذا كانت الصناديق تتخذ شكل الشركة المساهمة، وبين ما إذا أخذت شكل شركات تأمين أو بنك؛ حيث أشارت المادة (١٦٥) من اللائحة التنفيذية بخصوص صناديق الاستثمار التي تتخذ شكل شركة مساهمة، إلى أنَّه يجب أنْ يتم توزيع ناتج تصفية الصندوق بين المساهمين في الشركة وبين أصحاب وثائق الاستثمار القائمة عند تاريخ التصفية، وفقاً لنسبة رأسمال الشركة المدفوع، ورصيد حملة الوثائق في هذا الناتج[٣].

أما بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تؤسِّسها شركات التأمين والبنوك، فقد قرَّرت المادة (١٧٢) من اللائحة التنفيذية (قبل التعديل) لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ أنْ يتضمَّن طلبها بإنشاء صندوق الاستثمار عدداً من البيانات، من بينها حالات وقواعد التصفية[٤].

---

(١) نهال فتحي أحمد، مرجع سابق، ص٤٧٥.

(٢) المرجع نفسه، ص٤٧٥.

(٣) نصَّت المادة (١٦٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه: "... ويتم توزيع ناتج تصفية الصندوق بين مساهمي الشركة وأصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية بنسبة رأسمال الصندوق المدفوع، ورصيد حملة الوثائق في ذلك التاريخ".

(٤) نصَّت المادة (١٧٢) من اللائحة التنفيذية قبل ان يتم التعديل عليها من قبل وزير الاستثمار بالقرار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ على التالي: "على البنوك وشركات التأمين الراغبة في مباشرة نشاط صناديق الاستثمار أن تقدم طلب ترخيص لها بذلك إلى الهيئة مرفقاً به البيانات والمستندات الآتية:

١ – موافقة البنك المركزي المصري، أو الهيئة العامة للرقابة على التأمين بحسب الأحوال.

٢ – مدة الصندوق.

٣ – قيمة المبلغ المخصص لمباشرة النشا، ط بحيث لا يقل عن خمسة ملايين جنيه.

٤ – السياسات الاستثمارية للصندوق.

=

أمَّا التشريع الأردني، فلم يذكر أسباب انقضاء الصندوق، ولا إجراءات التصفية في قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢، تاركاً هذا الأمر إلى القواعد العامة.

بينما خوَّل المشرِّع اللبناني، إجراء تصفية الصندوق لمدير الصندوق، وإذا اقتضى الأمر لأمين الصندوق، وإذا لم يتحقَّق ذلك، يُعيَّن المصفي من قبل المحكمة، بناء على طلب أحد المدخرين من أصحاب وثائق الاستثمار، وفي حال قيام مدير الصندوق بتصفية الصندوق عليه إعلان حالة التصفية، ونشرها من دون إبطاء، وإذا لم يحصل ذلك، يقوم مصرف لبنان المركزي بنشر تصفية الصندوق، وعلى نفقة المدير، وهذا ما أشارت إليه المادة (١٨) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥.

---

٥ – كيفية الإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاط الصندوق.

٦ – نظام استرداد الوثائق، وإعادة إصدارها.

٧ – نظام إدارة الصندوق وكيفية تقدير أتعاب الإدارة.

٨ – طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق وكيفية تحديد حقوق الوثيقة.

٩ – حالات وقواعد تصفية الصندوق.

١٠ – أية بيانات أخرى تطلبها الهيئة.

١١ – الإيصال الدال على سداد رسم الترخيص للهيئة.

وتسري على الترخيص الإجراءات والأحكام والقواعد التي تسري على صناديق الاستثمار التي تتخذ شكل شركة المساهمة".

المبحث الثاني
إدارة صناديق الاستثمار والرقابه عليها

أوجبت التشريعات التي تنظم عمل صناديق الاستثمار، تحديد جهة ذات خبرة في إدارة نشاطات صناديق الاستثمار، ومن هذه التشريعات – على سبيل المثال – التشريع المصري، والتشريع اللبناني.

ويطلق على الجهة التي تقوم بإدارة نشاط صناديق الاستثمار تسمية (مدير الاستثمار)، وهو الذي يقوم بمهمة إدارة الصندوق، بالإضافة إلى أمين الاستثمار الذي يتم اختيار، وفقاً لشروط معينة، أوجبتها التشريعات التي تقوم بتنظيم عمل صناديق الاستثمار من أجل حفظ الأوراق الماليَّة التي يستثمر الصندوق أموالاً فيها لدى جهة مستقلة عن شركة الصندوق ومدير الصندوق(١). وتسمى الجهة المختصة بحفظ أموال الصندوق بأمين الصندوق، أو المودَع لديه، ويشترط أن يكون بنكاً.

وبالتالي، يقوم مدير الصندوق بالإدارة الفنية للصندوق، وهي تتمثل في اتخاذ القرارات الفنية المتعلقة باستثمار أموال الصندوق، طبقاً لمبدأ توزيع المخاطر، أما البنك، أو المودع لديه، أو أمين الاستثمار، فيقوم بالإدارة المادية لأموال الصندوق، وهذا ما يوفر ضمانة مهمة لأصحاب وثائق الاستثمار (٢).

كما أوجبت معظم التشريعات التي تنظم عمل صناديق الاستثمار إخضاع هذه الصناديق لعدة أنواع من الرقابة، وذلك لضمان حماية المُستثمرين، وعدم انحراف هذه الصناديق عن الغاية المنشودة منها.

وفي ما يلي، سوف نقوم بدراسة إدارة صناديق الاستثمار في **(مطلب أوَّل)**، كما سوف ندرس الرقابة على نشاط صناديق الاستثمار في **(مطلب ثانٍ)**.

المطلب الأوَّل: إدارة صناديق الاستثمار

تعتبر إدارة صناديق الاستثمار من العمليات المكلفة، ما يجعل حجم الأموال المتاحة للصندوق من العوامل الحاسمة لقيام صناديق الاستثمار ونجاحها، وتعتبر شركة الإدارة (مدير الاستثمار) شركة مستقلة عن الصندوق، وعن الشركة المؤسسة له، هي ذات شخصية معنوية، تقوم بإدارة محفظة الأوراق المالية للصندوق(٣)؛ وبالتالي، من الضروري التعرُّف على الهيكل التنظيمي لإدارة صناديق الاستثمار،

---

(١) نصت المادة (٣٨) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه:" يحتفظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أموالا فيها لدى احدى البنوك الخاضعة لأشراف البنك المركزي المصر، على الا يكون هذا البنك مساهماً في الشركة المالكة للصندوق، أو الشركة التي تتولى إدارة نشاطه، وعلى ان يقدم الصندوق إلى الهيئة بياناً عن تلك الأوراق معتمداً من البنك على النوذج الذي يضعه مجلس إدارة الهيئة."

(٢) صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص٤٢.

(٣) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص٢٠٦.

وذلك لمعرفة الوظائف الأساس التي تمارس داخل الصندوق. وبصفة عامة، يمكن تمييز هذه الوظائف من خلال مدير الاستثمار، هذا ما سوف نتناوله بالدراسة في **(الفرع الأول)** بينما نبحث في دور أمين الاستثمار والشركاء في إدارة الصندوق في **(الفرع الثاني)**.

الفرع الأول: مدير صندوق الاستثمار

إنَّ بعض التشريعات، كالتشريع المصري على سبيل المثال، تفرض على الشركة المنشئة للصندوق (الشركة المؤسسة) أنْ تعهد بالإدارة الفنية للصندوق إلى شركة مستقلة في حال لم تقم الشركة المؤسسة نفسها بدور مدير الاستثمار، ويشترط أنْ تكون هذه الشركة (شركة الإدارة) ذات خبرة ودارية كافيتين في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، ويطلق على هذه الشركة اسم مدير الاستثمار؛ حيث تنشأ لهذه الجهة بعض المهام والحقوق، بالإضافة إلى وجوب تحقق بعض الشروط اللازمة لإدارة أموال المُستثمرين؛ وبالتالي، سوف نتناول شروط تعيين مدير الاستثمار في **(الفقرة الأولى)**، وحقوق والتزامات مدير الاستثمار في **(الفقرة الثانية)**.

الفقرة الأولى: تعيين مدير الاستثمار

يتم تحدَّيد الجهة التي تتولى إدارة نشاط صناديق الاستثمار من قبل التشريعات التي تنظم صناديق الاستثمار، بالإضافة إلى ذلك، وضعت تلك التشريعات كالتشريع المصري على سبيل المثال شروطاً معينة، يجب اتباعها من قبل تلك الجهة حتى تكون مؤهلة لممارسة مهام إدارة صناديق الاستثمار ونشاطاته.

ولكن، قبل تناول شروط تعيين مدير الاستثمار، يجب تحديد الجهة التي يُناط بها تعيين مدير صندوق الاستثمار وشروطه وسوف نتطرق إلى ذلك في بندين، هما:

البند الأوَّل: صاحب السلطة في تعيين مدير الاستثمار

يثور التساؤل حول الطرف الذي يُعيّن مدير صندوق الاستثمار، ويُبرم الاتفاق معه، خاصة في ضوء الاختلاف في المصطلحات التي تستخدمها بعض التشريعات التي تنظم صناديق الاستثمار؛ إذ استخدم المشرِّع المصري في القانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ لسوق رأس المال واللائحة التنفيذية، مصطلح صندوق الاستثمار مرة، وشركة الصندوق مرة أخرى. ما يدفع على الاعتقاد أنَّه يوجد كيانان قانونيان هما: صندوق الاستثمار ذاته من جهة، وشركة الاستثمار وشركة التأمين والبنوك التي تُنشيء الصندوق. وقد أكَّدت المادة (٣٥) من هذا القانون على أنْ تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق

من غير المساهمين، وعلى الصندوق أنْ يعهد بإدارة نشاطه إلى إحدى الجهات المختصة[1].

وجاء في نص المادة (٣٦) من القانون ذاته: "يُحدَّد النظام الأساسي لصندوق الاستثمار، والنسبة بين رأس المال المدفوع وبين أموال المُستثمرين بما لا يجتاوز ما تحدِّده اللائحة التنفيذية، ويصدر الصندوق مقابل هذه الأموال أوراقاً مالية في صورة وثائق استثمار، يشارك حاملوها في نتائج استثمارات الصندوق".

كما نصَّت المادة (١٦٦) من اللائحة التنفيذية ذاتها، ومن القانون ذاته على أنْ "يُبرم صندوق الاستثمار مع مدير الاستثمار عقد إدارة... "، وكذلك نصَّت المادة (١٦٢) من هذه اللائحة على التالي: "ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى (٥٠%) من إجمالي عدد الوثائق المكتتب فيها، ما لم يقرر أغلبية حملة الوثائق استمرار نشاطه في اجتماع تدعو إليه الشركة ويحضره ممثل عن الهيئة. ويجب على الشركة الدعوة إلى هذا الاجتماع....".

وما تجدر الإشارة إليه أنَّ هناك إشكالية قانونية تتعلق بالشخص القانوني الذي يبرم عقد الإدارة مع مدير الصندوق، فهل هو الشركة المنشئة للصندوق، أم هو الصندوق ذاته؟

في هذا الصدد، كما تمَّ ذكره، حول عدم امتلاك الصندوق للشخصية الاعتبارية وفق التشريع المصري، فإنَّ الشخصية القانونية الوحيدة التي تملك صلاحية التعاقد مع جهة الإدارة للصندوق، هي الشركة التي تنشىء صناديق الاستثمار، سواء أكانت شركة مساهمة ذات رأس مال، أم شركة تأمين، أم بنكاً.

فبالنسبة للصناديق التي تؤسِّسها شركات التأمين والبنوك، فإنَّ هذه القضية لا تثير التساؤل، لأنَّ شركة التأمين أو البنك، تكلف إحدى الجهات ذات الخبرة بإدارة الصناديق[2].

وكذلك الأمر بالنسبة للشركات المساهمة ذات رأس المال النقدي التي تنشىء صندوق استثمار، فهي تكون مسؤولة أمام القانون لامتلاكها الشخصية المعنوية؛ وبالتالي، تكون الطرف القانوني في العقد الذي يُبرم مع شركة الإدارة (مدير الصندوق) لإدارة نشاط الصندوق.

أما بالنسبة للمشرِّع الفرنسي، فإنَّه لم يعترف بالشخصية الاعتبارية لصندوق الاستثمار كما هو الحال عند المشرِّع المصري[3]. إلاَّ أنَّه اعترف لمدير الصندوق بسلطة تمثيلية أمام القضاء، وأمام الغير، وذلك في استعمال الحقوق المقررة للأوراق الماليَّة التي يضعها الصندوق في مواجهة الشركات التي

---

(١) راجع المادة (٣٥) من قانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال المصري.

(٢) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٤٢

(٣) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص١٩٨

أصدرت هذه الأوراق[١].

والجدير بالذكر أنَّ الاختلاف حول مركز تعيين مدير الصندوق بين القانون المصري والقانون الفرنسي، هو أنَّه في القانون المصري، يتم تعيين مدير الصندوق ضمن أحكام العقد بين مدير الصندوق والشركة المؤسسة للصندوق، كما أنَّ القانون لم يوضح جميع حقوق المدير وواجباته بشكل جلي وواضح؛ أما في القانون الفرنسي، فإنَّ مصدر التعيين هو القانون ذاته؛ حيث إنَّ القانون هو الذي يبين حقوق المدير وواجباته.

بناءً عليه، يمكن القول: إنَّ الشخص القانوني الذي يتملك الشخصية المعنوية هو الجهة االتي تقوم بتعيين مدير الصندوق، وتقع على هذه الجهة أيضاً المسؤولية أمام القانون في حالة الإخلال بالعقد، وبالعكس من ذلك، فإنَّ صندوق الاستثمار لا يملك الشخصية القانونية، ومن ثمَّ تُحال هذه المسؤوليات والحقوق إلى الشركة المنشئة لهذه الصناديق.

وفي السياق ذاته، فإنَّ المشرِّع الأردني ذهب – على خلاف المشرِّع المصري والمشرِّع الفرنسي– إلى منح الشخصية المعنوية لصناديق الاستثمار كما تمَّ ذكره. لذا، يقوم صندوق الاستثمار بالتعاقد مع مدير الصندوق وفقاً للشروط التي يصدرها مجلس إدارة الصندوق، على أنْ يخضع هذا العقد لموافقة المساهمين، وتكون مدة هذا العقد سنة، قابلة للتجديد[٢].

أما المشرِّع اللبناني، فقد أسند تنظيم العلاقة بين مدير الصندوق ومصرف لبنان المركزي إلى القانون اللبناني رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ المتعلق بهيئات الاستثمار الجَمَاعي للقيم المنقولة وسائر الادوات المالية؛ إذ نصَّ على أنَّ إنشاء الصندوق يتم من قِبَل المدير[٣]؛ وبالتالي، يجب عليه الحصول

---

(١) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٤٣.

(٢) نصَّت المادة (١٠٣) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ على التالي:

أ- يتولى إدارة استثمارات صندوق الاستثمار المشترك مدير استثمار مرخص بموجب عقد يبرم بينه وبين صندوق الاستثمار المشترك ووفقا للشروط المنصوص عليها في التعليمات التي يصدرها المجلس، على أنْ يخضع إبرام هذا العقد لموافقة المساهمين أو حملة الوحدات الاستثمارية.

ب- يشترط أنْ لا تزيد مدة العقد المنصوص عليه في الفقرة (أ) من هذه المادة على سنة قابلة للتجديد شريطة موافقة المساهمين، أو حملة الوحدات الاستثمارية على أن يتم نشره وتزويدهم بنسخة منه قبل بدء سريانه.

ج- يحظر أنْ يكون لمدير الاستثمار أي مصلحة خاصة، مباشرة أو غير مباشرة، في أي من الصفقات التي يعقدها لصالح صندوق الاستثمار المشترك، ولا يجوز لأي شخص الجمع بين عمل مدير الاستثمار، وعمل أي من الحافظ الأمين أو أمين الاستثمار أو مدير الإصدار لصندوق الاستثمار المشترك.

(٣) نصَّت المادة (٥) من القانون اللبناني رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ المتعلق بهيئات الاستثمار الجماعي للقيم المنقولة وسائر الأدوات المالية على أنْ:

١- "ينشئ "المدير" "الصندوق" ويضع نظام عمله.

=

على ترخيص مُسبق من مصرف لبنان المركزي [١].

البند الثاني: شروط تعيين مدير صندوق الاستثمار

تتطلَّب معظم التشريعات التي تنظِّم عمل صناديق الاستثمار، شروطاً معيَّنة في ما يتعلق بالقائمين على إدارة هذه الصناديق، الأمر الذي يضمن عدم الإضرار بمصالح الشركاء فيها وتحدِّد هذه الشروط ما يلزم توافره في أعضاء مجلس إدارة شركة الإدارة، ومديرها، وهي: الشرف، الأمانة، النفوذ المالي، الكفاءة الحرة، التخصص، الاستقلال[٢]، ما يعني أنَّه يجب أنْ تقوم إدارة صندوق الاستثمار على مراعاة المصلحة الخاصة للمستثمرين[٣].

ونظراً لأهميَّة دور مدير صندوق الاستثمار، فإنَّ تحديد الشروط الواجب توافرها في من يشغل هذه الوظيفة، يعتبر بمثابة الأمان للمدخرين [٤].

ولذلك، نجد أنَّ المشرِّع الفرنسي حرص على مبدأ المصلحة المحض للشركاء، والنزاهة والشرف، بنصه على أنَّه لا يجوز لهؤلاء القائمين على الإدارة تحقيق أي نفع خاص لأنفسهم، من العمليات التي يقومون بها لحساب الصندوق[٥].

كما تولت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ وضع القواعد الخاصة بالجهة ذات الخبرة التي تُعهد إليها إدارة نشاط صناديق الاستثمار، وأيضاً بتحديد الشروط الواجب توافرها في مدير الصندوق. أما أهم هذه الشروط، فهي على الوجه الآتي:

أولاً: الشكل القانوني لشركة الإدارة (مدير الاستثمار)

لقد تضمنت المادة (١٦٦) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص

٢-لا يُسأل "الصندوق" عن أية موجبات مترتبة على "المدير" أو على مالكي الحصص.
٣-يتحمل "الصندوق" فقط وبصورة حصرية الموجبات والمصاريف التي نص عليها صراحة نظام عمله.
٤-إن الاكتتاب بأية حصة أو اكتسابها، يستتبع حكماً القبول بالنظام العائد للصندوق".

(١) راجع المادة (٣٢) من القانون اللبناني رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ المتعلق بهيئات الاستثمار الجماعي للقيم المنقولة وسائر الادوات المالية.

(٢) نصَّت المادة ٢٤٨ من اللائحة التفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ بالإضافة إلى البيان المذكور ما يلي: "١- التزام مدير المحفظة بشراء وبيع الأوراق الماليَّة. ٢- التزام مدير المحفظة ببذل أقصى درجات العناية في تحقيق أهداف العميل. ٣- تحديد ما إذا كان العميل يرغب في شراء الأوراق الماليَّة الأجنبية. ٤ - اسماء البنوك والشركات التي... هي الأوراق الماليَّة أخوال العمل. ٥- أسلوب..".

(٣) هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق الماليَّة لحساب الغير، مرجع سابق، ص٧٤.

(٤) صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص٢٢.

(٥) نقلاً: عن علي فوزي إبراهيم الموسوي، مرجع سابق، ص١٣٠.

بسوق رأس المال، شروط تعيين مدير الاستثمار، فنصَّت الفقرة الأُولى منه، على: "أنْ يكون مدير الاستثمار شركة مساهمة لا يقل المدفوع من رأس مالها عن مليون جنيه، أو جهة أجنبية متخصصة وفقاً لما يحدده مجلس إدارة الهيئة".

يتضح من فحوى هذا النص، أنَّه يجب أن يكون مدير الاستثمار شركة مساهمة مصرية، أو جهة أجنبية. ولكي تُعتبر الشركة المساهمة مصرية – وفق الرأي السائد في الفقه المصري – يجب أنْ يتم تأسيسها في جمهورية مصر، وأنْ يكون مركز إدارتها فيها[١].

إذن، إنّ مدير الاستثمار لا يجوز أنْ يكون شركة توصية بالأسهم، رغم أنَّ المشرِّع المصري أجاز لها العمل في مجال الأوراق الماليَّة، بعد حصولها على الترخيص من الهيئة العامة للرقابة المالية، والقيد في السجل المُعدّ لديها لهذا الغرض[٢]. كما لا يجوز أنْ يكون مدير صندوق الاستثمار إحدى الشركات المحدودة المسؤولية، أو شركات التضامن، أو شركات التوصية البسيطة، لأنَّ المشرِّع المصري حرص على أنْ تعمل الشركات المساهمة، في مجال الأوراق المالية[٣]، ولم يُجِز الترخيص للمشروعات الفردية بالعمل مديراً لصندوق الاستثمار، أياً كانت كفاءة صاحب المشروع[٤].

بناء عليه، جعل المشرِّع المصري مهمة مدير الاستثمار محصورة بالشخص الاعتباري. وكذلك أجاز بموجب المادة (١٦٦) من اللائحة التنفيذية المشار إليها، أنْ يتولى نشاط إدارة صناديق الاستثمار إحدى الجهات الأجنبية المتخصصة في هذا المجال؛ لأنَّ وجود جهات أجنبية ذات خبرة لإدارة صناديق الاستثمار يساعد الكوادر المحلية على اكتساب الخبرة، وتكوين كوادر مصرية قادرة على تحمل مسؤولية هذا النشاط كاملاً في المستقبل.

---

(١) مصطفى كمال طه، القانون التجاري، الجزء الأول، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ١٩٥٤، ص٢١.

(٢) كمال محمد أبو سريع، الشركات التجارية، الجزء الأول، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ١٩٨٤، ص٥٣.

(٣) نصت المادة (٢٩) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.على أنَّه: " (١) أن يكون طالب الترخيص شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم. (٢) أن يقتصر غرض الشركة على مزاولة نشاط أو اكثر من الأنشطة المبينة فى المادة ٢٧ من هذا القانون. (جـ) إلا يقل رأس مال الشركة المصدر وما يكون مدفوعا منه عند التأسيس عن الحد الأدنى الذى تحدده اللائحة التنفيذية بحسب نوع الشركة وغرضها. (د) أن يتوافر فى القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمة لعملها على النحو الذى يصدر به قرار من مجلس إدارة الهيئة. (هـ (أداء تأمين يحدد قيمته والقواعد والإجراءات المنظمة للخصم منه واستكماله وإدارة حصيلته ورده قرار من مجلس إدارة الهيئة. (و) إلا يكون قد سبق الحكم على أحد مؤسسى الشركة أو مديرها أو أحد أعضاء مجلس الإدارة خلال الخمس السنوات السابقة على تقديم طلب الترخيص بعقوبة جناية أو بعقوبة جنحة فى جريمة ماسة بالشرف أو إحدى الجرائم المنصوص عليها فى قوانين الشركات أو التجارة أو الحكم بإشهار الإفلاس ما لم يكن قد رد إليه اعتباره."

(٤) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٤٦.

ومع أنَّ اللائحة التنفيذية أجازت للجهات الأجنبية إدارة صناديق الاستثمار، إلاَّ أنَّها لم تحدِّد الشكل القانوني لها كما فعلت مع الجهات المصرية عندما حدَّدت بأنْ تكون شركة مساهمة، بينما تركت تحديد الإجراءات التي تتخذها هذه الجهات لمجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، وفقاً لما يراه محققاً للمصلحة العامة في إطار أنشطة سوق المال في مصر؛ وعلى ذلك، يمكن أنْ تتم الموافقة من قِبَل مجلس إدارة الهيئة على أنْ يكون مدير الاستثمار من الأشخاص الاعتبارية، سواءً أكان شركات أموال، أم شركات أشخاص، أم حتى من المشروعات الفردية ذات السمعة العالمية، علماً أنَّ تحديد مدير صندوق الاستثمار في أنْ يكون شخصاً اعتبارياً دون الأشخاص الطبيعية، هو من أجل الرقابة على أعمالها(١).

وقد انتقد البعض(٢) عدم تحديد المشرِّع المصري للحدِّ الأدنى لرأس مال مدير الاستثمار الأجنبي، كما فعل في ذلك بالنسبة لمدير الصندوق المصري، كما انتقد انفراد مدير الصندوق الأجنبي بإدارة الصندوق، من دون اشتراط شريك مصري معه؛ ويرى صاحب هذا الرأي، أنَّ مسلك المشرِّع المصري في هذا الشأن يؤدِّي إلى عدم نمو الخبرات المحلية في مجال إدارة صناديق الاستثمار؛ وبالتالي، إلى تعاظم دور الجهات الأجنبية في إدارة هذه الصناديق.

أما المشرِّع الفرنسي، ففي بداية الأمر، أجاز أنْ يكون المدير شخصاً طبيعياً؛ ولذلك كان يقوم سمسار الأوراق الماليَّة بهذا الدور، ولكن هذا الأمر أُلغي بموجب القانون رقم (٥٣١) الصادر في ١٢ آب/أغسطس ١٩٨٩، الذي قضى بإنهاء مهمة الوسطاء في إدارة صناديق الاستثمار، واشترط إنشاء شركات الإدارة الماليَّة للقيام بإدارة صناديق الاستثمار(٣)؛ بالتالي، قد يتخذ مدير صندوق الاستثمار شكل إحدى الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة في فرنسا.

أما المشرِّع اللبناني، فقد أناط إدارة الصندوق إلى شركات متخصِّصة طبقاً للفقرة الأولى من المادة السادسة من القانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ – المذكور سابقاً –، فنصَّ على: "تناط إدارة "الصندوق" بشركات متخصصة".

ويلاحظ على هذا النص، أنَّه جاء عاماً، بحيث يشمل جميع الشركات المتخصصة باستثمار الأوراق الماليَّة، فقد تكون شركة مساهمة.

ثانياً: الكفاءة والخبرة الكافيتان

نصَّت الفقرة الثانية من المادة (١٦٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم

---

(١) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٤٧.
(٢) منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمُستثمرين، مرجع سابق، ص٧٤.
(٣) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٤٧.

(٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّ: "تتوافر في القائمين على مباشرة النشاط والمسؤولين عنه، الخبرة والكفاءة اللازمتان لإدارة نشاط صناديق الاستثمار".

وكي يتحقَّق نجاح صناديق الاستثمار، وكذلك أهداف المُستثمرين، وهم أصحاب وثائق الاستثمار، يجب اختيار مدير استثمار على قدر من الكفاءة والخبرة من أجل ضمان أهليته الوظيفية للقيام بالعمل الذي أُسند إليه، ويلاحظ أنَّه من الطبيعي أنْ يشترط المشرِّع المصري توافر الكفاءة والخبرة في القائمين على العمل في الشركة المساهمة التي تقوم بتعيين مدير لنشاط صندوق الاستثمار، وهم أعضاء مجلس إدارتها ومديرها، لأنَّهم العقل المفكر لشركة مدير صندوق الاستثمار، باعتبار أنَّها شخصية مقيَّدة، بحيث لا تملك سوى إرادتهم وعقولهم فحسب.

أمَّا تقدير مدى توافر الكفاءة والخبرة المطلوبتين في القائمين على العمل في شركة مدير الاستثمار فتتولى مسؤوليته الهيئة العامة للرقابة المالية، التي تعتمد على النشاطات والمستندات المقدمة والأعمال السابقة لهؤلاء الأشخاص[١].

ثالثاً: حسن السمعة

اشترط المشرِّع المصري – بالإضافة إلى الشكل القانوني لمدير الصندوق وكفاءته – أنْ يكون حسَن السمعة، وذلك طبقاً للمادة (٣/١٦٦) من اللائحة – السابقة الذكر – التي أكَّدت على وجوب توافر حسن السمعة لدى أعضاء مجلس إدارة الشركة ومديرها والعاملين لديها، أو لدى المدير الذي يمثل مدير الاستثمار الأجنبي والأعضاء العاملين لديه، فنصَّت على: "ألَّا يكون قد سبق لأعضاء مجلس إدارة الشركة ومديريها والعاملين لديها، أو المدير ممثل مدير الاستثمار الأجنبي وأعضاء الجهاز العامل لديه، فصلهم تأديبياً من الخدمة أو منعهم تأديبياً من مزاولة مهنة السمسرة، أو أية مهنة حرة، أو حُكِمَ عليهم بعقوبة جنائية، أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف، أو الأمانة، أو بعقوبة مقيدة للحرية في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة أو سوق رأس المال أو حكم بإشهار إفلاسه".

إذن، اشترط المشرِّع المصري على جميع العاملين لدى مدير الاستثمار ضرورة التمتُّع بحسن السمعة، حيث جاء النص السابق عاماً يشملهم جميعاً.

ونحن نرى مع البعض[٢]، ضرورة أنْ يشتمل شرط حسن السمعة على العاملين الفنيين الذين يمارسون أعمالاً تتصل بإدارة صناديق الاستثمار ونشاطها.

---

(١) صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص٢٢.

(٢) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٥١

رابعاً: أداء التأمين المطلوب

اشترط المشرِّع المصري في لائحته التنفيذية السالفة الذكر، على مدير الاستثمار تقديم تأمين نقدي؛ إذ نصَّت الفقرة الرابعة من المادة (١٦٦) منها على أنَّ: "أداء تأمين يحدّد قيمته والقواعد والإجراءات المنظمة للخصم منه واستكماله وإدارة حصيلته وإيفاء رده قرار من مجلس إدارة الهيئة".

وجاء هذا الشرط عاماً بالنسبة للشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة(١). نظرا لأهميَّة هذا التأمين النقدي كضمان للأخطاء المهنية التي ترتب مسؤولية على هذه الشركات. فقد قرَّر المشرِّع المصري أنْ يكون الحد الأقصى لقيمة العمليات التي تقوم بها الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة بالنسبة إلى كل نشاط في ضوء رأس مال الشركة والتأمين المدفوع منه، ويجب أنْ تكون قيمة هذا التأمين التي تُحدَّد وفقاً لنوع نشاط الشركة ومخاطر مباشرة هذا النشاط، وأعباء الشركة والتزاماتها، ثابتة طوال ممارسة مدير الاستثمار نشاطه، وفي حال خُصِم منه شيْ وجب على المدير استكماله خلال المهلة المقررة، وإلاَّ فإنَّه يتعرض للجزاء المهني الذي توقعه الهيئة العامة للرقابة المالية(٢)، بالإضافة إلى العقوبة المقرَّرة في المادة (٦٧) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، لكلِّ مَنْ يخالف أحد الأحكام المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لهذا القانون.

خامساً: القيد في السجل

إنَّ مدير صندوق الاستثمار، حتى وإنْ استوفى، جميع الشروط السابقة، إلاَّ أنَّه لا يجوز له مزاولة نشاطه، إلاَّ بعد استيفاء شرط القيد في السجل المعدّ لذلك، لدى الهيئة العامة للرقابة المالية، وهذا ما نصَّت عليه المادة (١٦٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢؛ إذ جاء فيها: "لا يجوز لمدير الاستثمار مزاولة هذا النشاط قبل القيد في السجل المعد لذلك بالهيئة"(٣).

---

(١) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٥٢.

(٢) نصَّت المادة (١٢٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنْ: "يكون الحد الأقصى لقيمة العمليات التي تقوم بها الشركات المشار إليها بالمادة ١٢٠ من هذه اللائحة بالنسبة إلى كل نشاط في ضوء رأس مالها، والتأمين المدفوع منها، وفقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة. ويتحدد التأمين بمراعاة حجم ونوع نشاط الشركة، ومخاطر مباشرته، وأعباء الشركة والتزاماتها".

(٣) نصَّت المادة (١٦٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على: "يقدم طلب القيد على النموذج الذي تقرره الهيئة مرفقاً به ما يأتي:

أ –عقد الشركة والنظام الأساسي لها، أو ا يحدده مجلس إدارة الهيئة بالنسبة إلى مدير الاستثمار الأجنبي بحسب الأحوال.

ب – بيان بأعضاء مجلس الإدارة، والمديرين، وخبراتهم، وعناوينهم.

ج – بيان بالأنشطة السابقة التي قامت بها الشركات التي تتفق ونشاط إدارة صناديق الاستثمار.

=

ويجب على هذه الهيئة، البت في الطلب خلال (٣٠) يوماً، ابتداءً من استيفاء جميع المستندات المطلوبة. وبالإضافة إلى ذلك، فإنَّها تتمتع بسلطة تقديرية في مجال الموافقة على القيد، أو رفضه[١].

أما التشريع الأردني، فلم يحدِّد الشروط الواجب توافرها لدى مدير الصندوق، تاركاً ذلك لمجلس مفوضي الهيئة، أنْ يضع هذه الشروط لما يراه مناسباً لإدارة صناديق الاستثمار[٢].

كذلك الأمر بالنسبة للتشريع اللبناني، إذ لم يحدِّد الشروط الواجب توافرها لدى مدير الصندوق، تاركاً لمصرف لبنان المركزي، تحديد الشروط الواجب توافرها لدى مدير الاستثمار[٣].

بناءً على ما تقدَّم، فقد أحسن المشرِّع المصري بوضعه الشروط اللازم توافرها لمدير الاستثمار، وذلك يُعدُّ ضماناً قانونياً لكفائة وحسن سمعة المدير، كما يُعدُّ حماية للمستثمرين.

الفقرة الثانية: حقوق مدير الاستثمار والتزاماته

تقع على عاتق مدير الصندوق بعض الالتزامات التي يجب عدم الإخلال بها، ويقابل ذلك تمتّع المدير ببعض الحقوق التي قد يكون منشأها العقد، كما هو الحال في القانون المصري، أو قد يكون منشأها القانون كما في القانون الفرنسي؛ وبالتالي، سوف نقوم بدراسة حقوق مدير الاستثمار في **(بند أول)**، بينما نتناول الالتزامات التي تقع على مدير الاستثمار في **(بندٍ ثانٍ)**.

البند الأوَّل: حقوق مدير صندوق الاستثمار

يعمل مدير الصندوق على إدارة نشاط الصندوق؛ وبالتالي، يُحدَّد له الأجر مقابل عمله في إدارة نشاط الصندوق، وكذلك، عند عمل مدير الصندوق لحساب الصندوق، فإنَّه يحق له استرداد كل النفقات والمصروفات التي تكبدها أثناء قيامه بأعمال الإدارة؛ وبالتالي، يترتَّب على ذلك أنْ تكون له حقوق كما يلي:

د – الإيصال الدال على سداد الرسم المقرر للهيئة.

هـ – أية مستندات أخرى تطلبها الهيئة ".

(١) منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمُستثمرين، مصدر السابق، ص٧٥

(٢) راجع نص المادة (١٠٣) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢

(٣) نصَّت المادة (٢٦) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ الخاص بهيئات الاستثمار الجماعي بالقيم المنقولة وسائر الأدوات المالية اللبناني على أنَّه: "يجب أنْ تتوفر في رئيس مجلس إدارة "الشركة" و/أو المدير العام الشروط المفروضة من مصرف لبنان".

أولاً: الحصول على الأجر

يجب أنْ يتضمن العقد الذي يُبرم بين الشركة المؤسسة لصندوق الاستثمار ومدير الاستثمار، بيانات تحدّد الأجر الذي يحصل عليه المدير مقابل نشاطه، ولذلك أوجب المشرِّع المصري[1] أنْ يتضمن عقد إدارة الصندوق مجموعة من البيانات، والأصل أنْ يتم تحديد أتعاب مدير الاستثمار بالاتفاق بينه وبين الشركة المؤسسة للصندوق، باعتبارهما طرفي عقد الإدارة، وذلك طبقاً لمبدأ حرية التعاقد، وعادةً، يتم تحديد أتعاب المدير بالحصول على نسبة من صافي أصول الصندوق، كأنْ ينص العقد مثلاً على أنْ يستحق المدير أجراً نظير قيامه بأعمال الإدارة (١%) من صافي أصول الصندوق، وقد تحدَّد أتعاب مدير الاستثمار وميعاد دفعها إليه طبقاً لشرائح الجدول التنازلي[2].

إذن، لم يضع المشرِّع المصري قواعد خاصة لتحديد بدَل الإدارة، وكيفية الوفاء به، إلاَّ أنَّ هذا الأمر لا يخضع لمُطلق سلطات إدارة شركة الصندوق ومدير الصندوق، لأنَّ المشرِّع المصري أوجب على الصندوق أنْ يخطر الهيئة العامة للرقابة المالية بصورة عن عقد الإدارة قبل تنفيذه، لتتحقَّق من اتفاق أحكامه مع القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً.

أما المشرِّع الفرنسي، فيعتبر أنَّ البيانات التي تحدِّد أتعاب مدير الاستثمار هي من الشروط الجوهرية، سواء في ما يتعلق بعقد إدارة محفظة الأوراق الماليَّة – بشكل عام – أم في نظام تأسيس صندوق الاستثمار المشترك بشكل خاص؛ حيث يشمل المقابل الذي يحصل عليه المدير، نوعين من العناصر: الأوَّل هو العمولات المقرَّرة، بمناسبة الاكتتاب، أو إعادة شراء حصص صندوق الاستثمار من المكتتبين، أما الثاني، فيقابل نفقات أتعاب الإدارة التي يقتضيها تشغيل الصندوق[3].

---

(١) نصَّت المادة (١٦٧) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه:
"يجب أن يتضمن عقد إدارة الصندوق بصفة خاصة البيانات الآتية:
١ –حقوق والتزامات طرفي العقد.
٢ –مقابل الإدارة الذي يتقاضاه مدير الاستثمار.
٣ –حالات وإجراءات استرداد قيمة الوثيقة إذا تضمنت نشرة الاكتتاب جواز الاسترداد.
٤ –تحديد من يمثل الصندوق في مجالس الإدارة والجمعيات العامة للشركات التي يستثمر الصندوق أمواله في شراء بعض أسهمها.
٥ –حالات إنهاء وفسخ العقد.
٦ –بيان علاقة الاستثمار بالبنك الذي يُحتفظ لديه بالأوراق الماليَّة التي يستثمر الصندوق أمواله فيها، وذلك في ما يتعلق بتلك الأوراق".

(٢) هناك ثلاث شرائح يمكن تحديد أجر مدير الاستثمار وهي: الشريحة الاولى من مليون جنية إلى المئة مليون جنية، الشرحة الثانية من مئة مليون جنية إلى مئتين مليون جتية الشريحة الثالثة من ٢٠٠ مليون جنيه فأكثر؛ للمزيد راجع: عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٦٣.

(٣) صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص٢٢.

ولتحديد أتعاب مدير صندوق الاستثمار عند المشرِّع الفرنسي أهميَّة بالغة؛ لذلك لم يترك تحديدها لتقدير الصندوق، وإنَّما أَوجب تحديدها بمقتضى قرار من وزير الاقتصاد، بعد أخذ رأي لجنة عمليات البورصة، وهذا ما جاء في المادة (١٨) من القانون الفرنسي الخاص بصناديق الاستثمار المشتركة ذي الرقم (٥٩٤) لسنة ١٩٧٩، الصادر في ١٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٧٩[١].

بناءً على ما سبق، لم يترك المشرِّع الفرنسي تحديد أجر مدير صندوق الاستثمار عن طريق الاتفاق بين مدير الاستثمار والصندوق، كما هو الحال في القانون المصري، لأنَّ مدير الاستثمار في فرنسا يُعتبر مؤسس الصندوق بالاتفاق مع البنك المودَع لديه، الذي يستثمر الصندوق فيه أمواله؛ وبالتالي، فإنَّ المدير هو مَن يضع النظام الأساسي للصندوق؛ ولذلك كان ثمة ضرورة لتدخّل المشرِّع للحد من تعسف مدير الصندوق، وهذا على عكس ما هو الحال عليه في القانون المصري، الذي يعتبر أنَّ مدير الصندوق مستقل عن الصندوق، ويربطه بها عقد إدارة، ولذلك اكتفى المشرِّع المصري بالرقابة على العقد.

أما المشرِّع اللبناني، فلم يحدِّد بدلاً للأجر الذي يتقاضاه المدير، تاركاً ذلك إلى الجهة التي تقوم بصرف الأجور للمدير وبالاتفاق معه.

ثانياً: استرداد المصروفات والنفقات والتعويض عن الأضرار:

يقوم مدير صندوق الاستثمار بدور الوكيل عن صندوق الاستثمار في إدارة نشاطه، وذلك من خلال عقد الوكالة، ويتميَّز هذا العقد عن سائر العقود بأنَّ الوكيل يقوم بتصرُّف قانوني لحساب الموكل؛ وبالتالي تُعتبر أعمال مدير الصندوق من الأعمال القانونيَّة[٢]. ولذلك، من المنطقي ألاَّ يتكبد في سبيل ذلك مصروفات أو نفقات خارج نطاق بدل الإدارة المتفق عليه في عقد إدارة نشاط الصندوق[٣].

وبالرجوع إلى مبدأ الوكالة، نجد في المادة (٧١٠) من القانون المدني المصري، أنَّ الموكل يَرُد للوكيل ما أنفقه في تنفيذ ما يوجبه عقد الوكالة من وقت إنفاق هذه المبالغ، وذلك مهما كان توافر الحظوظ لدى الوكيل في نجاحه بتنفيذ الوكالة.

وقد قرَّرت المادة (٧١١) من القانون المدني المصري، أنْ يكون الموكل مسؤولاً عما أصاب الوكيل من الضرر غير المقصود منه بسبب تنفيذ الوكالة تنفيذاً معتاداً، وأكَّدت على أنْ يكون تصرف الوكيل كتصرف الرجل الحريص؛ وهذا ما نصَّت عليه المادة (١٦٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس

---

(١) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٦٥.

(٢) عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في القانون المدني، الجزء الأول، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ١٩٨١، ص٢٠٩.

(٣) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص٧٠.

المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢[١].

كما قضت محكمة النقض المصرية في حكم لها أنَّ عضو مجلس الإدارة المنتدب في الشركات المساهمة – ما لم تحدّد سلطاته – يُعتبر وكيلاً عن مجلس الإدارة في تنفيذ قراراته، وتصريف شؤون الشركة وتمثيلها أمام القضاء[٢].

هذا، ويُعتبر مدير الصندوق أحد المنتدبين لصندوق الاستثمار الذي يتخذ شكل شركة استثمار.

أما القانون اللبناني، فقد اعتبر مدير الصندوق وكيلاً مأجوراً، وهذا ما أكدته الفقرة (٢) من المادة (١٣) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ المذكور سابقاً.

وبالرجوع إلى أحكام الوكالة في قانون الموجبات والعقود اللبناني نجد أنَّه جاء في نص المادة (٧٩٣) أنَّ على الموكل دفع الأجور، ونفقات الوكيل التي تكبدها أثناء قيامه بالوكالة[٣].

كما قضت محكمة الدرجة الأولى في جبل لبنان بموجب القرار رقم (٥٢١) بتاريخ ٢٠١٠/١٢/٣٢: بأنَّه إذا كان الموكل شخصاً معنوياً تبقى الوكالة قائمة بالنسبة للوكيل، حتى لو تُوفي رئيس مجلس إدارة الشركة؛ وبالتالي، تبقى حقوق الوكيل سارية[٤].

أما المشرِّع الأردني فلم يحدِّد حقوق مدير الاستثمار؛ وبالتلي يتم تحديد هذه الحقوق من خلال

---

(١) نصَّت المادة (١٦٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه: "يجب على مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص، وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء.... ".

(٢) قرار صادر عن الدائرة المدنية لدى محمكه النقض المصرية، رقم القرار (٤٥٢) بتاريخ ٢٧-٥-٢٠٠١، منشور على الموقع الالكتروني الخاص بمحكمه النقض المصرية: http://www.cc.gov.eg /، تاريخ الزيارة: ٢-١٠-٢٠١٤.

(٣) نصَّت المادة (٧٩٣) من قانون الموجبات والعقود اللبناني على أنَّه:

"يجب على الموكل:

أوَّلاً: أنْ يدفع إلى الوكيل كل ما أسلفه من المال، وما قام به من النفقات في سبيل تنفيذ الوكالة، مما لا يخرج عن حيز اللازم لهذا الغرض. وإذا كان يحق له أجر، وجب أداؤه مع قطع النظر عن نتيجة العمل، ما لم يكن هناك خطأ يعزى إلى الوكيل.

ثانياً: أنْ يرفع عن عاتق الوكيل الموجبات التي ارتبط بها من جراء تنفيذ الوكالة.

على أنَّ الموكل لا يُلزم بالموجبات التي ارتبط بها الوكيل، ولا بالخسائر التي تحملها لخطأ ارتكبه، أو لأسباب خارجة عن الوكالة.

(٤) قرار صادر من محكمة الدرجة الأولى في جبل لبنان، الغرفة الثالثة، رقم القرار (٥٢١) بتاريخ ٣٢-١٢-٢٠١٠، منشور في مجلة العدل، العدد الأوَّل، ٢٠١١، ص٣٣٠.

التعليمات التي يصدرها مجلس مفوضي الهيئة، ومن هذه الحقوق الرسوم التي يتقاضاها المدير[1].

البند الثاني: التزامات مدير صندوق الاستثمار

يلتزم مدير صندوق الاستثمار بإدارة نشاط صندوق الاستثمار، ويلتزم – بالإضافة إلى ذلك – بمسك الدفاتر والسجلات التي تتيح الوقوف على نتائج هذه الإدارة، وكذلك يعتمد عليها عند مراجعة حسابات الصندوق في المواعيد المقررة. من هنا، سوف نبين التزامات مدير الصندوق على الوجه الآتي:

أولاً: التزام المدير بالقيام بالإدارة الفنية للصندوق

إنَّ التزام المدير بالقيام بالإدارة الفنية للصندوق، يعني وضع الاستراتيجية اللازمة لتنفيذ السياسة الاستثمارية للصندوق التي سبق وحدَّدتها الشركة المؤسسة التي أنشأت الصندوق من حيث القيام بتكوين محفظة للأوراق المالية وإدارتها للبيع والشراء، فإذا كانت السياسة الاستثمارية تضع تصوُّراً عاماً للأوراق المالية التي يتعامل بها الصندوق، وأوجه النشاط التي يستثمر أمواله فيها، فإنَّ مدير الاستثمار يقوم بالإدارة الفنية من خلال تنفيذ هذه السياسة من حيث الواقع، فإذا كانت سياسة الصندوق هي الاستثمار في الأسهم والسندات، فإنَّ مدير الاستثمار (شركة الإدارة) هو الذي يحدِّد النسبة التي تحتويها المحفظة من الأسهم والسندات، كما يقوم بإدارة المخاطر، وأيضاً، يقوم بتحديد المجالات الاقتصادية التي يستثمر فيها الصندوق[2].

وبالرجوع إلى مواقف التشريعات في هذا الشأن، نجد أنَّ المشرِّع المصري قد حدَّد في اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ قبل أنْ يتم التعديل على بعض موادها من قبل وزير الاستثمار بالقرار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧، في المادة (١٦٣) أنَّ من يقوم بالإدارة الفنية للصندوق، هو جهة مستقلة عن الجهة المؤسسة للصندوق؛ وبالتالي، تكون ضمن اختصاص مدير الاستثمار[3].

أمَّا المشرِّع الفرنسي، فإنَّه اختار الإدارة الفنية كأسلوب لإدارة صناديق الاستثمار المشترك التي تضمنها الباب الأوَّل من قانون صندوق الاستثمار المشترك رقم (٥٩٤) سنة ١٩٧٩[4].

---

(١) راجع الفقرة (ج) من نص المادة (٩١) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢.

(٢) علي فوزي إبراهيم الموسوي، مرجع سابق، ص١٢٩.

(٣) نصَّت المادة (١٦٦) من اللائحة التنفيذية من قانون سوق رأس المال المصري، رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه: "يجب على الصندوق أنْ يعهد بإدارة نشاطه إلى جهة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار، ويطلق على هذه الجهة اسم مدير الاستثمار.....".

(٤) علي فوزي إبراهيم الموسوي، مرجع سابق، ص١٣٠.

ثانياً: التزام مدير الصندوق بمسك السجلات

أَوجب المشرِّع المصري[١] على مدير صندوق الاستثمار مسك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاطه، بالإضافة إلى الدفاتر والسجلات التي تحدِّدها الهيئة العامة للرقابة المالية.

ويُعتبر هذا الالتزام امتداداً للالتزام العام المفروض على جميع التجار، بإمساك الدفاتر التجارية، ويرى البعض[٢] أنَّ هذه الدفاتر التي يمسكها مدير الصندوق، تساعد على إعداد محاسبات المشروع، علماً أنَّ هذه المحاسبة تلعب دوراً رئيساً في المشروع التجاري.

والواقع هو أنَّ هذا الالتزام ذو أهميَّة خاصة، تتناسب مع الدور الذي يقوم به مدير الصندوق في مجال الاستثمار في الأوراق الماليَّة، نظراً لما له من آثار تتعلق بالادخار العام، وانتظام عمل سوق المال ونجاحه.

أما تحديد السجلات أو الدفاتر التي يجب على مدير الصندوق مسكها، فيتم من قِبَل الهيئة العامة للرقابة المالية، باعتبارها الجهة التي تقوم بالرقابة على تنفيذ القانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال ولائحته التنفيذية، من أجل أنْ يقوم مدير صندوق الاستثمار بخدمة سوق المال عموماً على أحسن وجه، ولا يجوز لمدير الصندوق أنْ يقوم بأي تصرف ضار في حال مسك دفاتر وسجلات الصندوق.[٣]

ثالثاً: التزام مدير الصندوق بإعداد الحسابات

بالإضافة إلى التزام مدير الصندوق بمسك الدفاتر والسجلات الخاصة بالصندوق، يجب عليه أنْ يقوم بإعداد حسابات الصندوق، وفقاً للأصول الماليَّة والمحاسبية المتبَّعة في هذا المجال. وقد وضعت اللائحة التنفيذية للقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال، نماذج لإعداد حسابات الصندوق من أجل توضيح المركز المالي له، مع مراعاة الإيضاحات المهمة لهذه القوائم الماليَّة أيضاَ[٤].

---

(١) نصَّت المادة (١٦٩) اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقِم (٩٥) لسنة ١٩٩٢على أنَّه: "..... كما يجب على مدير الاستثمار أنْ يحتفظ بحسابات مستقلة لكلِّ صندوق يتولى إدارة نشاطه، وأن يمسك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاطه بالإضافة إلى الدفاتر والسجلات التي تحدِّدها الهيئة، وعليه أنْ يزود الهيئة بالمستندات بما تطلبه من بيانات ".

(٢) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص١١٦

(٣) منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص٥٢.

(٤) صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص٢٧؛ عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص١١٦.

وعلى مدير الصندوق أنْ يقدِّم تقارير نصف سنوية، عن نشاط هذه الصناديق، ونتائج أعمالها خلال الشهر التالي من انتهاء تلك المدة، ويجب أنْ تُصدَّق هذه التقارير من قبل مراقب الحسابات[١].

وإذا كان مدير الصندوق، يتولى إدارة أكثر من صندوق استثمار، فإنَّ عليه أنْ يتولى حسابات كل صندوق على حدة، والاحتفاظ بهذه الحسابات[٢].

أما المشرِّع اللبناني، فقد أورد في البند (ل) من الفقرة (٢) من المادة ١٢ من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ – المذكور سابقاً – أنَّ أحد أنظمة الصندوق التي يتم وضعها من قِبَل المدير هو تحديد العملة التي يتم على أساسها إصدار، وإعادة شراء الحصص، وتقييم صافي موجودات "الصندوق"، ومسك الحسابات؛ وبالتالي، من واجبات المدير مسك حسابات صندوق الاستثمار.

أمَّا المشرِّع الأردني، فقد حدَّد مهام مدير الاستثمار حسب ما جاء في نص المادة ١٠٤ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ على أنْ: "يتولى مدير الاستثمار المهام والصلاحيات التالية:

أ- إعداد نشرة إصدار صندوق الاستثمار المشترك، وتقديمها للهيئة.

ب- تسجيل أسهم صندوق الاستثمار المشترك أو وحداته الاستثمارية لدى الهيئة.

ج- إدارة استثمارات صندوق الاستثمار المشترك وفقاً لسياسات الصندوق الاستثمارية المعلنة.

د- ترويج أسهم صندوق الاستثمار المشترك أو وحداته الاستثمارية.

هـ- إدارة عمليات التداول المتعلقة بأسهم صندوق الاستثمار المشترك أو وحداته الاستثمارية".

الفرع الثاني: أمين الاستثمار ودور الشركاء في إدارة الصندوق

لمعالجة إدارة صناديق الاستثمار، بالإضافة إلى بيان دور مدير الاستثمار، لا بدَّ لنا من الإحاطة بالشروط التي يجب توافرها في أمين الاستثمار، باعتباره هدفاً للعمليات، والحائز المادي والقانوني على الأوراق الماليَّة للصندوق، بالإضافة إلى بيان دور الشركاء في هذه الإدارة؛ لذا، سوف تتم دراسة شروط أمين الاستثمار في (**الفقرة الأولى**)، ودور الشركاء في إدارة الصندوق في (**الفقرة الثانية**).

الفقرة الأولى: أمين الاستثمار

سبق وذكرنا، أنَّ من خصائص صناديق الاستثمار أنَّها تقوم على علاقة ثلاثية الأطراف، تتمثَّل في

---

(١) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص١١٧.

(٢) المرجع نفسه، ص ١١٨.

المدخر، والمدير، وأمين الاستثمار، على خلاف بعض الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، ونظراً لأهميَّة دور أمين الصندوق في صناديق الاستثمار، فإنَّنا سوف نقوم ببيان الأحكام القانونية المتعلقة بأمين الاستثمار **(بند أوَّل)**، وكذلك بيان الشروط الواجب توافرها فيه **(بند ثانٍ)**، وأخيراً بيان اختصاصاته **(بند ثالث)**.

البند الأوَّل: الأحكام المتعلقة بأمين صندوق الاستثمار

يلعب أمين الاستثمار دور مهماً في إدارة صناديق الاستثمار؛ حيث يحوز أموال الصندوق حيازة مادية، وقانونية، وقد نظمت التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار الأحكام المتعلقة بأمين الاستثمار، ومن هذه التشريعات التشريع المصري الذي تبنى منهج القانون المقارن في حفظ الأوراق الماليَّة التي تُستثمر في صندوق الاستثمار بشكلٍ مستقل عن شركة الصندوق، وعن مدير الاستثمار الذي يتولى الإدارة الفنية للصندوق؛ حيث يقوم أمين الاستثمار بحيازة أموال الصندوق المتمثلة في الأوراق الماليَّة؛ وبالتالي، يؤمن الضمان للمستثمرين، أصحاب وثائق الاستثمار [١].

ويرى البعض[٢] أنَّ المشرِّع المصري، لم يضع تنظيماً دقيقاً، للمركز القانوني للبنك أو المودع لديه، الأمر الذي يُوجب الرجوع إلى القواعد العامة، أو إلى الاسترشاد بالقوانين المقارنة لبيان المركز القانوني لأمين الاستثمار.

ووفقاً لقانون رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، يتم تعيين أمين الاستثمار، أو البنك، أو المودَع لديه، بموجب عقد إيداع[٣] يُبرم بين شركة الصندوق، والبنك الذي تُودع لديه الأموال؛ ويخضع هذا العقد للقواعد العامة لعقد الإيداع في البنوك، سواء أكانت الوديعة نقوداً أم أوراقاً مالية[٤].

ونرى مع البعض[٥] أنَّ أمين الاستثمار (المودَع لديه أو البنك) في التشريع المصري، يُعتبر أحد أجهزة صندوق الاستثمار، بينما هو مجرد أمين للصندوق، يربطه بشركة الإدارة عقد وديعة؛ ومن ثم، لا

---

(١) عاطف حسن النقلي، مرجع سابق، ص١٠٣.

(٢) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٣٠٨

(٣) عقد الوديعة: هو عقد – بمقتضاه – يسلم شخص مبلغا من النقود إلى المصرف الذي يتعهد بأن يرد إليه قيمة مماثلة دفعة واحدة، أو عدة دفعات، لدى أوَّل طلب منه، أو ضمن المهل والشروط المتفق عليها في العقد، وما دامت الوديعة تتناول مبلغاً من النقود، فيتلقى الوديع – أي: المصرف– حق استعمال هذه النقود، ويصبح مالكاً لها على أن يلتزم برد مبلغ مماثل إلى المودع؛ للمزيد من التفاصيل راجع: إدوارد عيد، الشركات التجارية، مطبعة نجوى، بيروت، ١٩٧٠، ص١٦٥.

(٤) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع السابق، ص٤٤٠.

(٥) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص١٢١.

يرتبط بعلاقة قانونية مع مدير الصندوق، وإنَّما هي علاقة عقدية من خلال عقد الإيداع؛ وبالتالي، من حق المدير إنهاء مهمة أمين الصندوق أو استبداله في أي وقت، طبقاً للقواعد العامة لعقد إيداع الصكوك.

كذلك الأمر في القانون اللبناني؛ حيث نصَّت المادة (١٣) من القانون اللبناني رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ المتعلق بهيئات الاستثمار الجماعي للقيم المنقولة وسائر الأدوات المالية – المذكور سابقاً – على أحكام أمين الاستثمار، وهي كما يلي:

١- يجب أنْ تودع موجودات "الصندوق" لدى "وديع"، تتوافر فيه الشروط المفروضة من مصرف لبنان.

٢- يجب أنْ يكون "الوديع" مصرفاً، أو مؤسسة مالية، أو أية مؤسسة أخرى، تتوافر فيها الشروط المفروضة من مصرف لبنان.

٣- يبقى "الوديع" مسؤولاً، حتى في حال سلَّم أي شخص ثالث جزءاً، أو كل الموجودات المؤتمن عليها.

أما بالنسبة لأمين الصندوق في القانون الفرنسي، فإنَّ عملية تعيينه مختلفة – تماماً – بالمقارنة مع القانون المصري والقانون اللبناني؛ حيث يعتبر أمين الاستثمار أحد مؤسسي الصندوق، وممَّن يضعون النظام الأساسي له بالاتفاق مع مدير الاستثمار.

وكما أوضحنا، فإنَّ أمين الصندوق في القانون الفرنسي، يُعتبر أحد أعضاء الصندوق؛ وبالتالي، فإنَّ نظام عزله مختلف عما هو عليه في القانون المصري؛ وبالتالي، لا يجوز لمدير الصندوق، ولأصحاب الحصص عزل المُودع لديه، وإنهاء مهمته، واستبداله بآخر، فعزل المودَع لديه لا يتم إلاَّ بأمر قضائي، يصدر من قِبَل رئيس المحكمة التجارية، بناء على طلب أصحاب الحصص، أو نتيجة لدعوى مسؤولية مقامة ضده، إذا ثبت ارتكاب خطأ في الرقابة على أعمال المدير. ونظراً لأهميَّة المودع لديه يجب عند عزله، تعيين بديل عنه في أقرب وقت ممكن، وذلك قبل من رئيس المحكمة التجارية، لأنَّ عدم التعيين يؤدي إلى حلّ الصندوق بقوَّة القانون، وهذا ما نصت المادة (٢٤) من قانون صندوق الاستثمار الفرنسي المشترك الصادر في ١٣ تموز/يوليو ١٩٧٩[١].

البند الثاني: شروط أمين الصندوق

هناك بعض الشروط التي يجب توافرها في أمين الاستثمار لحفظ الأوراق الماليَّة، ويأتي في مقدمتها:

---

(١) نقلاً عن: عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الصندوق، مرجع سابق، ص١٢١.

أولاً: أنْ يكون المودع شخصاً معنوياً أو معترفاً به قانوناً

اشترط المشرِّع المصري[١] أنْ يكون البنك الذي تودَع لديه الأوراق الماليَّة، أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري، وهي كافة البنوك العاملة في مصر.

ونظير ذلك، اشترط المشرِّع الفرنسي أنْ يكون المودَع لديه شخص معنوي، وهذا ما جاء في الفقرة الرابعة من المادة (١١) من قانون صندوق الاستثمار المشترك رقم (٥٩٤) لسنة ١٩٧٩، وكذلك يجب أنْ يكون من المدرجين ضمن قائمة محدَّدة، بموجب المادة الثانية من قرار وزير الاقتصاد الصادر في ٢ أيار/مايو ١٩٨٣[٢].

وكذلك بالنسبة للمشرِّع اللبناني، الذي اشترط أنْ يكون أمين الصندوق مصرفاً، أو مؤسسة مالية، أو أي مؤسسة أخرى، تتوافر فيها الشروط المفروضة من قِبَل مصرف لبنان المركزي، وهذا ما نصَّت عليه الفقرة الثانية من المادة (١٤) من القانون اللبناني رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ المتعلق بهيئات الاستثمار الجماعي للقيم المنقولة وسائر الأدوات المالية – المذكور سابقاً – حيث جاء فيها: "يجب أنْ يكون "الوديع" مصرفاً أو مؤسسة مالية أو أية مؤسسة أخرى تتوافر فيها الشروط المفروضة من مصرف لبنان".

يتبيَّن من خلال ما تقدَّم، أنَّ كلاًّ من المشرِّع المصري والمشرِّع الفرنسي والمشرِّع اللبناني اشترط في أمين الاستثمار توافر صفات، تؤمن الضمان لأصحاب الوثائق المُستثمرين في الصندوق؛ حيث لا يجوز تعيين أمين استثمار من غير المدرجين في قائمة البنوك التي تخضع للبنك المركزي المصري أو القائمة التي حدَّدها المشرِّع الفرنسي أو الشروط المفروضة من قِبَل مصرف لبنان المركزي.

أمَّا المشرِّع الأردني، فقد نص في المادة الثانية من قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢، ضمن التعريفات المقدمة تعريف أمين الاستثمار أنَّ: "الشخص الاعتباري هو الذي يمارس متابعة إدارة استثمارات العملاء ومراقبتها لمطابقتها للأسس والأهداف الاستثمارية للعميل المنصوص عليها في اتفاقية الاستثمار الموقعة بين العميل ومدير الاستثمار".

يتبيَّن من خلال هذا التعريف، أنَّ أمين الاستثمار ذات شخصية معنوية، ولم يحدِّد المشرِّع الأردني ما إذا كان أمين الاستثمار بنكاً أو غير ذلك.

ثانياً: استقلال المودَع لديه

اشترطت بعض التشريعات التي تنظم عمل صناديق الاستثمار، أنْ يكون البنك المُودع لديه مستقلاً

---

(١) راجع نص المادة (٣٨) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الصندوق، مرجع سابق، ص١٢٣.

عن الشركة المالكة للصندوق؛ فالمشرِّع المصري اشترط[1] استقلال البنك المُودع لديه عن شركة الصندوق، وعن مدير الصندوق، وذلك لحماية المديرين، وضمان حقوق أصحاب وثائق الاستثمار؛ حيث يقوم البنك أو المودع لديه بحفظ الأوراق الماليَّة، وكذلك يقوم بتسجيل حركة الأوراق الماليَّة بيعاً أو شراء.

أما في حال كان صندوق الاستثمار قد تمَّ تأسيسه من قِبَل بنك مرخّص له بتأسيس صندوق الاستثمار، فقد أجاز المشرِّع المصري قبل ان يتم التعديل على اللائحة التنفيذية للقانون (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال من قبل وزير الاستثمار بالقرار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ طبقاً للمادة (١٦١) منها، أنْ يتم حفظ الأوراق الماليَّة التي يستثمر الصندوق أمواله فيها لدى البنك المنشأ به الصندوق، أو في أي من البنوك الخاصة، الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري.

بينما اشترط المشرِّع الفرنسي بموجب المادة (١١/١) من قانون صندوق الاستثمار المشترك ١٣ تموز/يوليو ١٩٧٩، أنْ يحتفظ البنك بأموال الصندوق لدى مودَع لديه وحيد، ولا يجوز أنْ يكون هو مدير الصندوق، كما أنَّه اشترط عدم تعدُّد المودع لديه، فيجب أنْ يكون شخصاً واحداً يُحتفظ عنده بالأوراق الماليَّة، بالإضافة إلى استقلال المودَع لديه، أو البنك عن مدير الاستثمار، وشركة الصندوق[2].

ويلاحظ هنا، أنَّ استقلال البنك المُودَع لديه، هو استقلال قانوني؛ حيث إنَّ المشرِّع الفرنسي أخذ بالملكية الشائعة في الصندوق؛ وبالتالي، يكون الشخص، أو الشركة مستقلاً عن الشركاء من الناحية القانونية فحسب، أما من الناحية الواقعية والاقتصادية، فلا يوجد استقلال بينهما.

ويرى البعض[3] أنَّ المشرِّع الفرنسي يقصد من وراء هذا الاستقلال القانوني حماية أموال المُستثمرين أصحاب الحصص.

وفي هذا الصدد، فإنَّ الفرق بين المشرِّعين الفرنسي والمصري في استقلال البنك المودع لديه، هو أنَّ المشرِّع المصري يقصد بالاستقلال المطلق الاستقلال القانوني والاقتصادي والواقعي؛ حيث اشترط ألاَّ يكون البنك المودع لديه مالكاً أو مساهماً في الشركة المالكة للصندوق، أو مدير استثمار؛ أمّا المشرِّع الفرنسي فكما هو واضح اعتبر استقلال البنك المودع لديه من الناحية القانونية فحسب.

ولم يحدِّد المشرِّع اللبناني ما إذا كان أمين الاستثمار جهة مستقلة عن مدير الصندوق، تاركاً ذلك الأمر وفقاً للشروط التي يضعها مصرف لبنان المركزي لأمين الاستثمار.

أما المشرِّع الأردني، فاشترط أنْ يكون أمين الاستثمار مستقلاً عن مدير الاستثمار وهذا ما جاء في

---

(١) راجع المادة (٣٨) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الصندوق، مرجع سابق، ص١٢٩.

(٣) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٤٧٠.

نص المادة (٥٢) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢[١].

البند الثالث: مهمة أمين الاستثمار

لم يحدِّد المشرِّع المصري وظيفة أمين الاستثمار (المودع لديه)، رغم أهميَّة دوره في صناديق الاستثمار، باعتبار وجوده ضماناً للمدخرين أصحاب وثائق الاستثمار. فقد ترك تحديدها لأصحاب الشأن الذين يحدِّدون هم مهمة مدير الاستثمار وأمين الاستثمار، وأيضاً تحديد الأوامر الموجهة إلى أمين الاستثمار، سواء أكانت من شركة الصندوق أم من مدير الصندوق، وهم الذين يحددون ما إذا كان له الحق في عدم تنفيذ أوامر البيع والشراء أو استرداد وثائق الاستثمار المخالفة للقانون، أم أنَّه ليست له صلاحية الرقابة على مدى قانونية الأوامر التي يتلقاها من مدير الاستثمار.

أما المشرِّع الفرنسي، فقد نظَّم مهمة المودع لديه في المادة (١١) من قانون صندوق الاستثمار المشترك الفرنسي رقم (٥٩٤) لسنة ١٩٧٩، حيث حدَّد في هذا القانون مهمة أمين الاستثمار بالآتي[٢]:

أولاً: مهمة تنفيذية:

يقوم أمين الاستثمار بمهمة حفظ الأموال الموجودة في الصندوق، ويقوم أيضاً، بتلقي الاكتتاب، وأيضاً، بتنفيذ استرداد الحصص وفقاً لأوامر مدير الاستثمار المتعلقة بشراء وبيع الصكوك، بالإضافة إلى قيامه بعمليات التحصيل، والدفع المتعلقة بتشغيل الصندوق.

ثانياً: مهمة الرقابة

يقوم أمين الاستثمار بمراقبة مدى تطابق أعمال مدير الاستثمار، مع القواعد الخاصة لصندوق الاستثمار، وعند وجود أي تصرف مخالف للقانون يجب على أمين الاستثمار اتخاذ الإجراءات التحفظية المناسبة؛ وفي حال إهمال الأمين في الرقابة على مدير الاستثمار، فإنَّه يتعرض للجزاء المقرَّر له في القانون.

أما المشرِّع اللبناني، فقد حدَّد مهمة الأمين وفقاً لنص المادة (١٥) من القانون اللبناني رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥، المتعلق بهيئات الاستثمار الجماعي للقيم المنقولة وسائر الأدوات المالية، التي نصَّت على

---

(١) نصَّت المادة (٥٢) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ على أنَّه: "لا يجوز لأي شخص أنْ يقوم وفي الوقت نفسه بعمل مدير الاستثمار وأمين الاستثمار...".

(٢) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، مرجع سابق، ص١٣٠.

أنْ: "يقوم "الوديع" بالإجراءات كافة المتعلقة بالإدارة العادية لموجودات الصندوق، ويقوم بالإضافة إلى ذلك بما يلي:

أ- التأكد من أنَّ عمليات الإصدار والبيع، وإعادة الشراء، وإلغاء الحصص المنفذة لصالح "الصندوق"، تتم وفقاً للقانون ولنظام "الصندوق".

ب- التأكد من أنَّ احتساب قيمة الحصص يتم وفقاً لأحكام هذا القانون، ولنظام "الصندوق".

ج- تنفيذ تعليمات "المدير" ما لم تكن مخالفة لأحكام القانون أو لنظام "الصندوق".

د- التأكد من أنَّ القيمة المقابلة للعمليات الجارية على موجودات "الصندوق"، قد سلمت إليه ضمن المهل المنصوص عليها، في نظام "الصندوق" المُوافق عليه من قِبَل مصرف لبنان.

هـ- التأكد من أنَّ عائدات "الصندوق" تُستعمل وفقاً لما هو محدَّد في نظامه".

أمّا المشرِّع الأردني، فقد حدَّد مهمة أمين الاستثمار في الرقابة على أعمال الصندوق، وهذا ما جاء في تعريف أمين الاستثمار في قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢[١].

الفقرة الثانية: دور الشركاء في إدارة صناديق الاستثمار

من أجل الاطلاع على دور الشركاء في إدارة صناديق الاستثمار، سوف نقسم هذا الفرع إلى بندين، نتناول في الأوَّل منهما دور الشركاء في التعديل وفي تسيير الصندوق **(البند الأوَّل)**، بينما نتناول في **(البند الثاني)** دور الشركاء في تعديل نظام الإدارة.

البند الأوَّل: دور الشركاء في تعديل وتسيير الصندوق

إنَّ عدم تمتع صناديق الاستثمار بالشخصية المعنوية يجعل تدخل الشركاء، أو المدخرين، أصحاب الوثائق في التسيير والتعديل أقل ممَّا هو عليه في الشركات الأخرى، التي تتمتَّع بالشخصية المعنوية؛ ولهذا، نجد أنَّ بعض التشريعات قد منحت حقاً محدوداً للشركاء، في حين أنَّ هذا يكاد يكون معدوماً في بعض القوانين[٢].

فبالنسبة للمشرِّع المصري – كما ذكرنا – لا يعترف للصندوق بالشخصية المعنوية، وإنَّما شركة الإدارة هي التي تمتلك هذه الشخصية، وغالباً ما تكون شركة مساهمة – كما ذكرنا سابقاً – كما أن اللائحة التنفيذية بعد ما تم التعديل على بعض موادها من قبل وزير الاستثمار بقرار رقم ٢٠٩ لسنة

---

(١) راجع المادة (٢) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢.

(٢) هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الاجلة، مرجع سابق، ص٧.

٢٠٠٧ لم تشر إلى مدى تدخل الشركاء في تعديل وتيسير الصندوق.

وبالرجوع إلى اللائحة التنفيذية قبل أنْ يتم التعديل عليها نجد ان المادة (١٤٥) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال المصري أشارت، إلى الاعتراف بوجود جماعة الشركاء التي تُعنى بالدفاع عن مصالحهم في صندوق الاستثمار، وهذه المصالح مقرَّرة من قِبَل المشرِّع.

ويحقُّ لهؤلاء الشركاء دخول بعض اجتماعات الصندوق، لاتِّخاذ بعض القرارات العامة، وكذلك يحق لهم اختيار ممثل لهم (ممثل الجماعة)، ويحق لهم أيضاً، المشاركة في اختيار أعضاء مجلس الصندوق[١].

وبالرجوع إلى المادة (٧٠) من اللائحة التنفيذية السالفة الذكر، نجد أنَّ هدف الجماعة، هو حماية المصالح المشتركة للأعضاء؛ وبالتالي، يتم اختيار الممثل القانوني للجماعة من بين الأعضاء بالأغلبية المطلقة، أي أكثر من النصف.

وتظهر مصلحة الجماعة في الدفاع عن تحقيق عائد متزن، ومستقر، وفقاً لمبدأ توزيع مخاطر الاستثمار، غير أنَّ البعض يرى[٢] أنَّ الدفاع عن هذه المصالح لا يعني تدخُّل الشركاء في الإدارة؛ إذ يقوم بهذا الأمر مجلس إدارة الصندوق من جهة، وشركة الصندوق من جهة أخرى، وذلك لضمان مدى توافر الاختصاص في الأشخاص القائمين على إدارة الصندوق.

أمّا المشرِّع الفرنسي، فقد أعطى بعض الحقوق للشركاء، حاملي الوثائق بالتدخل في الإدارة، وتجلىّ ذلك في المرسوم رقم (٦٩٥) سنة ١٩٦٧ بشأن الشركات التجارية الذي أقرَّ للشركاء في المشروع الاشتراك في إدارة صناديق الاستثمار، بحيث يُنشأ مجلس رقابة يتمثل فيه الشركاء حاملو الوثائق، ويتمتَّع هذا المجلس ببعض السلطات، كالموافقة أو عدم الموافقة على تعديلات نظام إدارة الصندوق، وكذلك الموافقة أو عدم الموافقة على اتِّخاذ قرار لتصفية الصندوق، كما تلتزم شركة الإدارة بموافاة هذا المجلس المؤلف من الشركاء بتقرير سنوي عن نشاطها، ويحق للمجلس تغيير شركة الإدارة، متى كان ذلك محققاً لمصلحتهم[٣].

ولكن، هذه المشاركة من قبل الشركاء، غير مطلقة في القانون الفرنسي؛ حيث إنَّ هناك استثناءات عديدة، لم تكن فيها هذه المشاركة للشركاء عامة في جميع صناديق الاستثمار ذات المشاركة العالمية، وإنَّما اقتصرت على الصناديق التي ينصُّ نظام إدارتها على السماح بتشكيل مثل هذا المجلس؛ وبالتالي،

---

(١) خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مرجع سابق، ص٢٧٩.

(٢) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الصندوق، مرجع سابق، ص٧.

(٣) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٣٧٤.

لا وجود لهذه المشاركة في صناديق الاستثمار التي لا تنصُّ في نظامها على مثل هذا الأمر، هذا من جهة، ومن جهة ثانية، لا يمثل هذا المجلس جميع الشركاء من حاملي وثائق الصندوق، وإنَّما يمثل الشركاء العاملين في الصندوق، ومن جهة ثالثة وهي الأهم، إنَّ هذه المشاركة لا توجد في سائر صناديق الاستثمار الفرنسية، وإنَّما توجد في صناديق الاستثمار الخاصة بالمرسوم رقم (٦٩٥) لسنة ١٩٦٧ الخاص بالشركات التجارية؛ أما الصناديق الفرنسية الأخرى، والخاضعة للمرسوم الصادر في ٢٨ ديسمبر/كانون الأوَّل ١٩٥٧ المتعلق بصناديق الاستثمار، فلم تعرف هذا النوع من المشاركة في الإدارة[١].

انطلاقاً ممَّا تقدَّم، يتبيَّن أنَّ المشرِّع الفرنسي، وعلى الرغم من الحقوق الممنوحة للشركاء، لا ينظر إليها باعتبارها حقاً أصيلاً.

أما المشرِّع اللبناني، فقد نصَّ صراحة على عدم امتلاك الصندوق للشخصية المعنوية؛ وبالتالي يكون الصندوق ملكية مشتركة بين أصحاب وثائق الاستثمار، ولا يُسأل أصحاب الحصص عن ديون الصندوق إلاَّ بقدر ما قدموه من مال للصندوق[٢].

وعلى غرار ذلك، نص المشرِّع الأردني على امتلاك صندوق الاستثمار بالشخصية المعنوية – كما تمَّ ذكره – وبالتالي، لا يمكن إبرام العقد بين صندوق الاستثمار ومدير الاستثمار ألاَّ بعد موافقة الشركاء المساهمين في الصندوق، وهذا ما جاء في الفقرة (أ) من المادة (١٠٣) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢.

البند الثاني: دور الشركاء في تعديل نظام الإدارة

اختلفت القوانين في مدى تحديد دور الشركاء في تعديل نظام الإدارة، فبالنسبة للمشرِّع المصري، وبالرجوع إلى اللائحة التنفيذية – السالفة الذكر – (قبل التعديل) نجد أنَّ المادة (١٤٥) منها نصت على أنَّه: لا يجوز تعديل البيانات الرئيسة في نشرة الاكتتاب، وذلك في وثائق الاستثمار، إلاَّ بعد موافقة حملة الوثائق".

ولمَّا كانت نشرة الاكتتاب تتضمَّن البيانات الأساسية لصندوق الاستثمار، كمدة الصندوق، أو هدفه، ومدة وثائق الاستثمار، وسياسته الاستثمارية، وطريقة توزيع الأرباح السنوية، وحدود مسؤولية حامل

---

(١) المرجع نفسه، ص٣٧٥.

(٢) راجع المادة (٤) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ الخاص بهيئات الاستثمار الجماعي والقيم المنقولة وسائر الأوراق المالية اللبناني.

الوثيقة، فإنَّ أي تعديل يطرأ على هذه البيانات يتطلب موافقة الشركاء عليه لنفاذه، باعتبار أنَّ هذه البيانات من نظام الإدارة[١].

كذلك يحقُّ للمساهمين حل الصندوق، متى ما حصل أي إخلال في حقوق المساهمين من قِبَل شركة الإدارة أو شركة الصندوق، وهذا ما قضت به محكمة النقض المصرية بموجب القرار رقم (١٦١٨)، لسنه٢٠١٢، وهو أنَّه إذا تقاعس مجلس إدارة الشركات المساهمة في توجيه الدعوة للنظر في طلب حلها، وتصفيتها خلال شهر من تقديم الطلب، التزمت الجهة الإدارية بالقيام بهذا الإجراء، إذا تقدم إليها طالبو الحل والتصفية، فإنَّ تقاعست الجهة الإدارية عن توجيه الدعوة، على الرغم من استيفاء شروطها، ألزمها القضاء بالقيام بهذا الإجراء، متى طلب ذلك هؤلاء المساهمون[٢]؛ وبالتالي، يحق للمساهمين في الصندوق حلّه وتصفيته متى ما كان ثمَّة إخلال بالتزامات شركة الإدارة تجاه حقوقهم[٣].

كما نلاحظ أنَّ المشرِّع المصري لم يمنح المستثمرين صلاحيات اختيار مدير الاستثمار ومدققي الحسابات، على الرغم من ضرورة منحهم هذا الحق على اعتبار ان هذه الاجهزة هي التي تتولى نشاط الصندوق والرقابة عليه.

أمَّا المشرِّع الفرنسي، فلم ينص صراحة على وجوب وجود جماعة، تمثل الشركاء حاملي وثائق الاستثمار، كما فعل المشرِّع المصري، لكنه لم يمنع من تشكيل مجموعة من الشركاء للدفاع عن مصالحها، وقد نصَّت أنظمة بعض صناديق الاستثمار الفرنسية على تكوين مجموعة أو مجلس من الشركاء العاملين في صناديق الاستثمار، تكون مهمتها الدفاع عن مصالحهم عند إصدار الصندوق بعض القرارات العامة المتصلة بمصير الصندوق، والتي غالباً ما تكون ذات طابع استثنائي تتعلق بتعديل نظام الإدارة[٤].

وقد أدخل المشرِّع الفرنسي بعض التعديلات على المرسوم الصادر في ٢٨ ديسمبر/كانون الأوَّل ١٩٥٧ المتعلق بصناديق الاستثمار، اتجهت ضمناً – على الأقل – إلى وجوب موافقة الشركاء في صندوق الاستثمار على تعديلات نظام الإدارة[٥].

---

(١) عبد الغفار الحنفي، مرجع سابق، ص١٢١

(٢) قرار صادر عن الدائرة التجارية لدى محكمه النقض المصرية، رقم القرار (١٦١٨) بتاريخ ٢٠١٢-٧-١٠، منشور على الموقع الاكتروني الخاص بمحكمه النقض المصرية: http: //www.cc.gov.eg/. تاريخ الزيارة: ١٨ – ١٠-٢٠١٤.

(٣) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الصندوق، مرجع سابق، ص٣٧.

(٤) علي فوزي إبراهيم الموسوي، مرجع سابق، ص١٣٤.

(٥) حسني المصري، شركات الاستثمار، مرجع سابق، ص٢١٠

يتبيَّن ممَّا سبق، أنَّ المشرِّع المصري قد نصَّ صراحة على مدى تدخل الشركاء في تعديل إدارة الصناديق، في حين أنَّ المشرِّع الفرنسي، لم ينص صراحةً على ذلك، وهذا ما أكَّده قانون الشركات التجارية الفرنسي رقم (٣١) لسنة ١٩٥٧ المعدل؛ وبالتالي، فقد أصاب المشرِّع المصري في النص صراحة على تدخّل الشركاء في الصندوق، لأنَّ التعديل قي إدارة الصندوق قد يلحق بهم الضرر، ولذلك، يجب إبداء رأيهم بالموافقة على التعديل أو رفضه.

أمَّا المشرِّع اللبناني، فلم يذكر صراحة في القانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٦ – المذكور سابقاً – مدى تمتع أصحاب وثائق الاستثمار بالتدخل بشؤون الصندوق، وفي هذه الحالة يجب الرجوع إلى القواعد العامة لمعرفة مدى تمتع الشركاء في التدخل في شؤون الصندوق.

ولكن، يرى مع البعض[١] عدم إمكانية تدخل حاملي الحصص في تعديل نظام إدارة صناديق الاستثمار، لأنَّ حق حاملي وثائق الاستثمار هو في الحصول على جزء من الأرباح بقدر مساهمتم في الصندوق فقط.

أمَّا المشرِّع الأردني، فقد نصَّ في قانون الأوراق المالية الأردني على أنَّه: يجب موافقة المساهمين على تعديل أو تجديد العقد المُبرم بين صندوق الاستثمار ومدير الاستثمار[٢].

وقد أحسن المشرِّع الأردني النص على وجوب تدخل المستثمرين في تعديل أو تجديد العقد مع مدير الاستثمار، وذلك يعد ضمانا لأموالهم في الصندوق.

المطلب الثاني: الرقابة على صناديق الاستثمار

تختلف أشكال الرقابة على هذه الصناديق، فهي قد تكون رقابة داخلية، أي رقابة من خلال الهيكل الإداري للصندوق، وقد تكون رقابة خارجية تتم من خلال جهة خارجة عن الصندوق، يتم تحديدها من قبل المشرِّع، حسب كل دولة. بالإضافة إلى أنَّ آليات الرقابة قد تكون رقابة وقائية للصندوق اثناء العمل في تأسيسه أو علاجية له؛ لذا، سوف نقوم بدراسة أشكال الرقابة على الصندوق في **(الفرع الأوَّل)** وآليات الرقابة عليه، في **(الفرع الثاني)**.

---

(١) مصطفى كمال طه، أصول القانون التجاري، دار الجامعة، ١٩٩٤، ص٤٦٦؛ يقابله: فابيا وصفا، شرح القانون التجاري، ج١، ص١٧؛ وأبحاث منشورة في: صادر، بين التشريع والاقتصاد، الشركات التجارية، المنشورات الحقوقية، بيروت، ص١٤٣.

(٢) راجع نص المادة (١٠٣) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢.

الفرع الأوَّل: أشكال الرقابة على صندوق الاستثمار

تخضع صناديق الاستثمار، كباقي الشركات العاملة في مجال الأوراق الماليَّة، لأشكال مختلفة من الرقابة وفي هذا الإطار، لا بدّ من التمييز في القانون المقارن بين الرقابة الداخلية على الصندوق والرقابة الخارجية، ففي القانون الفرنسي، يتم تحديد مهمة الرقابة الداخلية على الصندوق من خلال مراقب حسابات الصندوق. بينما تكون الرقابة الخارجية من مهمة لجنة عمليات البورصة؛ أما القانون المصري، فقد نصَّ على أنْ يتولى مهمة الرقابة الداخلية على الصندوق مراقبو الحسابات، كما هو الحال في القانون الفرنسي. وتكون الرقابة الخارجية، من مهمة الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، أمَّا في القانون اللبناني، فيتم تعيين المراقب على الصندوق من قِبَل المدير(١).

ومن أجل توضيح أنواع الرقابة على صناديق الاستثمار، يتحتم علينا أنْ نتناول الرقابة الداخلية على الصندوق في **(الفقرة الأولى)**، والرقابة الخارجية على الصندوق في **(الفقرة الثانية)**.

الفقرة الأولى: الرقابة الداخلية على صناديق الاستثمار

لقد سبق وتطرَّقنا إلى دور أمين الاستثمار في الرقابة على صندوق الاستثمار؛ لكن، بالإضافة إلى هذا الدور الذي يقوم به أمين الاستثمار في الرقابة، هناك أشخاص أخرون يقومون بهذة المهمة، يُعرفون باسماء قد تختلف من قانون إلى آخر(٢).

في هذا الصدد، يُعتبر مراقبو الحسابات في صناديق الاستثمار طبقاً للقانون الفرنسي الصادر بتاريخ ٢٣ كانون الأول/ديسمبر ١٩٨٨ الخاص بتنظيمات الاستثمار المشترك في القيَم المنقولة، من هيئة الرقابة الداخلية؛ هذا، بالإضافة إلى الرقابة التي يباشرها أمناء الاستثمار على شركات الإدارة؛ حيث تكون مستقلة تقوم بعمليات الرقابة والتحقق من عمليات الصندوق، وهذه الهيئة المستقلة لها طابع نظامي، ولذلك يعتبر أعضاؤها أصحاب الاختصاص بالنسبة للرقابة على صندوق الاستثمار، ويتم تعيين مراقب الحسابات، كما جاء في الفقرة (١) من نص المادة (١٦) من القانون الفرنسي ٢٣ كانون الأول/ديسمبر

---

(١) نصَّت المادة (٣٩) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ اللبناني على أنَّه:

١- "يُحدد في نظام الصندوق، وفي النظام الأساسي للشركة ٣١ كانون الأوَّل من كل سنة، تاريخاً لإقفال الحسابات الماليَّة العائدة لكل منها.

٢- يتوجب على المدير تعيين مفوض مراقبة للصندوق، وفقاً للأصول والقواعد المحددة، لتعيين مفوضي المراقبة لدى المصارف).

(٢) يباشر الرقابة الداخلية على صناديق الاستثمار أشخاص يعرفون بالمرافعين في القانون السويسري، ومراقبي الحسابات في القانون الفرنسي والقانون المصري والقانون الكويتي؛ للمزيد من التفاصيل ينظر: حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٥٧٤.

١٩٨٨ – المذكور سابقاً – من قبل القائم على الإدارة بعد موافقة لجنة عمليات البورصة[١].

ويشترط في مراقب الحسابات ألاَّ يكون قريباً أو صهراً لمدير الصندوق، حتى الدرجة الرابعة من القرابة، كما لا يجوز أنْ يمارس وظيفة المستشار القانوني، أو الخبير، والمحاسب للشركة، كما لا يجوز له تلقي أي مكافآت من شركة الإدارة، لقاء عمل يغاير عمله، وبشكل عام، لا يجوز لمراقب الحسابات أنْ يباشر نشاطاً يتعارض مع مهمته في الرقابة، وهذا ما نصَّت عليه المواد (٢٢٢، ٢٢٥)، وكذلك (٢٢٤، ٢٢٤) من القانون التجاري الفرنسي[٢].

وعندما يباشر مراقب الحسابات مهمة الرقابة على حسابات الصندوق فإنَّه – حسب نص الفقرة (٢) من المادة (١٦) للقانون الفرنسي الصادر في ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٨ السالف الذكر – يتعيَّن عليه أنْ يخطر الجمعية العامة لشركة الإدارة، وكذلك لجنة عمليات البورصة بكافة المخالفات التي تتكشف له أثناء مباشرته مهام الرقابة، ويكون مراقب الحسابات مسؤولاً في مواجهة الغير عن الأخطاء التي يرتكبها أثناء مباشرته لوظيفته في الرقابة، وذلك وفقاً لقواعد المسؤولية التقصيرية، ويتحمل هذه المسؤولية نظراً لعدم ارتباطه بأي رابط عقدي مع شركة الإدارة[٣].

ووفقاً للقانون المصري، يتم تعيين مراقب حسابات الصندوق بالتشاور بين الهيئة العامة للرقابة المالية والجهاز المركزي للحسابات؛ حيث يتم اختيار مراقبين اثنين لصناديق الاستثمار[٤].

ولا يجوز للمراقب الواحد أن يراجع حسابات أكثر من صندوقين في وقت واحد. وبهذا، يكون المشرِّع المصري قد عمل على استقلال مراقبي الحسابات عن إدارة الصندوق استقلالاً تاماً؛ حيث لم يخول الصندوق سلطة تعيينه على خلاف ما جاء به المشرِّع الفرنسي؛ وبالتالي، لا تكون للمدير سلطة عزل مراقب الحسابات[٥].

---

(١) أوردت المادة (١٦) من القانون الفرنسي الصادر في ٢٣ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٨٨ بشأن تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة تعديلاً لعدد من مواد القانون الصادر في ٢٤ تموز/يوليو ١٩٦٧ بشأن الشركات التجارية، والخاصة لمراقبة الحسابات في هذه الشركة، وأشارت إلى سريان أحكامها بشأن مراقبي الحسابات لصناديق الاستثمار المشتركة؛ للمزيد من التفاصيل راجع الموقع الإلكتروني الخاص بالحكومة الفرنسية: http: //www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do؛ تاريخ الزيارة: ٢٠١٤-١٠-٢٩.

(٢) عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص١٢٤.

(٣) راجع الفقرة (٢) من المادة (١٦) من قانون ٢٣ كانون الأوَّضل/ديسمبر ١٩٨٨ الفرنسي على الموقع الاكتروني الخاص بالحكومة الفرنسية: http: //www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do؛ تاريخ الزيارة: ٢٠١٤-١٠-٢٩.

(٤) حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٥٧٤.

(٥) نصَّت المادة (٤٠) من القانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.على أنَّه: " يتولى مراجعة حسابات الصندوق مراقبان للحسابات يختاران من بين المقيدين في سجل يعد لهذا الغرض بالتشاور بين الهيئة

=

وتتحدَّد مهمة مراقبي حسابات الصندوق في الاطلاع على دفاتر الصندوق التي تكون بيد مدير الاستثمار أو طلب البيانات والإيضاحات والتحقق من الموجودات والالتزامات على انفراد، كما يجب على المراقبين تقديم تقرير موحَّد، وفي حالة الاختلاف في التقارير التي يقدمها كلّ من مراقبي الصندوق يجب على كل مراقب أنْ يوضح وجهة نظره، أما في ما يتعلق بمسؤولية مراقب الحسابات، فبالرجوع إلى القواعد العامة لمراقب الحسابات في المادة (١٠٨) من القانون المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ الخاص بالشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، نجد أنَّ المراقب يُسأل عن صحة البيانات الواردة في تقريره، بصفته وكيلاً عن مجموع المعلومات، التي لا يجوز له الإعلان عنها بشكل علني؛ إذ إنَّ هذه المعلومات تتعلق بأسرار الشركة التي اطَّلع عليها بحكم عمله[١]. كما يُسأل مراقب الحسابات عن تعويض الضرر الذي يلحق المساهم أو الغير بسبب خطئه[٢]. ويلتزم مراقب الحسابات بإخطار مجلس الإدارة عن المخالفات التي يلاحظها أو عدم الصحة التي اكتشفها المراقب في نظم الشركة أو إدارتها[٣].

بالإضافة إلى ما تقدَّم، يجب على مراقب الحسابات أنْ يتقيد ببعض المعايير، وإلاَّ يتعرض لمسؤولية قد تكون مدنية، أو مهنية، أو جنائية، وهذه المعايير، هي: الاستقلالية، الجدية، السرية، معرفة وفهم نشاط الشركة ونظم الرقابة الداخلية ونظام المحاسبين.

ويبدو مما سبق، أنَّ هناك بعض الاختلاف في النظامين المصري والفرنسي بشأن مراقبي الحسابات؛ حيث إنَّ المشرِّع المصري لم يخوِّل شركة الإدارة تعيين مراقب الحسابات، وهذا الأمر يعزز

والجهاز المركزي للمحاسبات، ولا يجوز للمراقب الواحد أن يراجع حسابات أكثر من صندوقين في وقت واحد؛ وتسري أحكام المادة (٦) من هذا القانون على الصندوق ولو لم يطرح أوراقا مالية للاكتتاب العام".

(١) نصَّت المادة (١٠٧) من قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١على أنَّه: "لا يجوز لمراقب حسابات الشركة المساهمة قبل انقضاء ثلاث سنوات من تركه العمل بها أنْ يعمل مديرا أو عضوا في مجلس الإدارة أو أنْ يشتغل بصفة دائمة أو مؤقتة بأى عمل فني أو إدارى أو استشارى فى الشركة التى كان يعمل بها، ويعتبر باطلا كل عمل يخالف حكم هذه المادة، ويُلزم المخالف بأن يؤدي إلى خزينة الدولة المكافآت والمرتبات التى صرفت له من الشركة ".

(٢) نصَّت المادة (١٠٨) من قانون الشركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم، والشركات ذات المسؤولية المحدودة، من القانون المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١على أنَّه: "مع عدم الإخلال بالتزامات المراقب الأساسية، لا يجوز لمراقب الحسابات أنْ يذيع على المساهمين فى مقر الجمعية العامة، أو فى غيره، أو على غيرهم ما وقف عليه من أسرار الشركة، بسبب قيامه بعمله وإلاَّ وجب عزله ومطالبته بالتعويض ".

(٣) نصت المادة (١٥٩) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم، والشركات ذات المسؤولية المحدودة من القانون المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على أنَّه: "على اعضاء مجلس إدارة الشركة وموظفيها ومراقبى الحسابات ان يطلعوا من يكلف بالتفتيش على جميع الدفاتر والوثائق والأوراق المتعلقة بالشركة التى يقومون على حفظها أو يكون لهم حق الحصول عليها ويقدموا لهم الايضاحات والمعلومات اللازمة ويعاقب من يمتنع عن اجابة ما يطلبه المكلف بالتفتيش فى هذا الشأن بالعقوبات المنصوص عليها فى المادة (١٦٣)."

استقلال المراقب عن شركة الإدارة في إطار التشريع المصري؛ بل جعل ذلك بالتشاور بين هيئة الرقابة المالية والجهاز المركزي للحسابات، أما المشرِّع الفرنسي فقد خوَّل شركة الإدارة تعيين مراقب الحسابات، بعد موافقة لجنة عمليات البورصة. كما حدَّد المشرِّع المصري عدد مراقبي الحسابات بمراقبين اثنين، على ألا يراقب كل منهما أكثر من صندوقين. أما المشرِّع الفرنسي فلم يحدد عدداً معيناً لمراقبي الصندوق، وقد تُشكل هيئة للمراقبين على الصندوق.

ونصَّ المشرِّع اللبناني، في الفقرة (٢) من المادة (٣٩) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ على التالي: "يتوجب على المدير تعيين مفوض مراقبة للصندوق، وفقاً للأصول والقواعد المحدَّدة لتعيين مفوضي المراقة لدى المصارف".

يتَّضح مما سبق، أنَّ المشرِّع اللبناني حدَّد الجهة التي تقوم بتعيين مفوض مراقب للصندوق، وهو مدير الصندوق.

كما يقوم مفوض الرقابة على الصندوق بعمل تقرير سنوي مفصَّل يبيِّن فيه وضعية الصندوق من حيث تطبيقه للشروط القانونية، ويشمل التقرير كذلك نشاط مدير الصندوق وحساب الأرباح والخسائر العائد للصندوق، ويقدِّم هذا التقرير قبل تاريخ ٣١ آذار/مارس من كل سنة، بالإضافة إلى ذلك يقدم مفوَّض الرقابة تقريراً فصلياً يتمُّ نشره كل شهر على الأكثر[1].

أما المشرِّع الأردني، فقد نص في المادة (٩٣) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ على ما يلي: "على مجلس إدارة صندوق الاستثمار المشترك تعيين مدقق حسابات قانوني لتدقيق حسابات الصندوق".

---

(١) جاء في نص المادة (٤٠) من قانون رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٥ المتعلق بهيئات الاستثمار الجماعي بالقيم المنقولة وسائر الأدوات الماليَّة اللبنانية على التالي:

"يتوجب على كل هيئة نشر ما يلي:

١- وثيقة (Prospectus) تتضمن معلومات، تمكّن المُستثمرين من إجراء تقييم سليم لكل ما يتعلق بالاستثمار المعروض عليهم.

٢- تقرير سنوي مفصل من قبَل مفوض المراقبة، يتضمن:

- **بيان وضعية المدير، والصندوق، أو الشركة.**
- **نشاط كل من المدير والصندوق، أو الشركة عن العام المنصرم.**
- **حساب الأرباح والخسائر العائد للمدير، وللصندوق، أو للشركة.**

على أن ينشر هذا التقرير قبل تاريخ ٣١ آذار/مارس من كل سنة.

٣- تقرير فصلي يقتضي نشره خلال مهلة شهر على الأكثر، يلي انتهاء كل فصل".

يتبيَّن مما سبق، أنَّ المشرِّع اللبناني قد عمل على بيان التقرير المفصل من قبل مفوّض المراقبة، ليقدمه سنوياً.

وبالتالي، يقوم مدقق الحسابات بمراقبة حسابات الصندوق ويقوم أمين الاستثمار بالرقابة على أعمال مدير الصندوق بالإضافة إلى دور أمين الاستثمار في الرقابة الداخلية للصندوق.

الفقرة الثانية: الرقابة الخارجية لصناديق الاستثمار

تهدف الرقابة الخارجية على صندوق الاستثمار تجنيبه مخاطر الانحراف عن الغرض المقصود منه، والحيلولة دون انزلاقه إلى عمليات يقصد بها ابتزاز أموال الجمهور، أو تعريضها لمضاربات مجموعة معينة، أو جلب منافع خاصة للمدخرين؛ لذلك، يعتبر هذا النوع من الرقابة على صناديق الاستثمار من الوسائل الفعالة لمراقبتها[١].

أما الجهة التي تتولى سلطة الإشراف على الرقابة الخارجية: فهي تختلف باختلاف نظُم الدول، غير أنَّ غالبية الدول التي تنظِّم عمل صناديق الاستثمار تخوّل سلطة الإشراف على مهمة هذه الصناديق إلى إحدى اللجان المسؤولة عن أحد الفروع الماليَّة أو الاقتصادية[٢]. فالمشرِّع المصري اتبع نظيره الفرنسي في ما يخص الجهة التي تقوم بالإشراف على صناديق الاستثمار؛ حيث أسند سلطة الرقابة إلى الجهة نفسها التي تتولى الرقابة والإشراف على الشركات التي تلجأ إلى الادخار العام، أو إلى مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية[٣].

وبالرجوع إلى نص المادة (٤٤) من قانون رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، نجد أنَّ المشرِّع المصري قد منح الهيئة العامة للرقابة المالية مهمة الرقابة على الشركات التي تباشر الدعوة إلى الاكتتاب العام، علماً أنَّ هذه الهيئة تتبع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية. ويجوز بقرار من الوزير المذكور، وبعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إنشاء فروع ومكاتب لها داخل البلاد وخارجها، وتتولى هذه

---

(١) نصر علي أحمد طاحون، مرجع السابق، ص٢٣.

(٢) خول القانون الانكليزي سلطة الإشراف إلى وزارة التجارة والصناعة (D.T.I) أما القانون الأميركي فقد خول سلطة الإشراف إلى اللجنة المسؤولة عن فرع من فروع النشاط المالي (SEC)، وهو أسلوب المشرِّع الفرنسي نفسه (COB)، أما في ماليزيا فتتولى هذه المهمة لجنة الأوراق الماليَّة (SC) المسؤولة عن تنظيم صناديق الاستثمار والرقابة عليها، ووضع الإرشادات الخاصة بما يهدف إلى حماية المُستثمرين، للمزيد راجع الموقع الإلكتروني: http: //www.fmutm.com.my/?s=SEC تاريخ الزيارة: ١٨-٩-٢٠١٤؛ أما في الهند فتخضع الرقابة الخارجية لصناديق الاستثمار لمجلس البورصة الهندية؛ للمزيد من التفاصيل راجع الموقع الرسمي لبورصة المالية الهندية: http: //www.sebi.org/in تاريخ الزيارة: ١٨-٩-٢٠١٤.

(٣) نصَّت المادة (٤٢) من قانون سوق رأس المال المصري (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّ: "الهيئة العامة لسوق المال هيئه عامة تتبع وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية، مقرها مدينة القاهرة، ويجوز بقرار من الوزير، بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة، إنشاء فروع ومكاتب لها داخل وخارج البلاد".

الهيئة متابعة التزام صناديق الاستثمار بالإفصاح من خلال القيام بالدور التالي(١):

- تسجيل القيمة الاستردادية لصناديق الاستثمار أسبوعياً للتأكد من الالتزام بأحكام القانون.
- التأكد من قيام هذه الصناديق بالنشر للجمهور، على أن يتضمن الإعلان نوع العائد، والقيمة الإسمية والقيمة الاستردادية، وأنْ يحدد حملة الوثائق.
- تُعدُّ الهيئة تقارير ودراسة دورية لتقييم أداء صناديق الاستثمار، للوصول إلى معرفة المعوقات التي تحول دون قيام بعض هذه الصناديق بدور فعال في تنشيط سوق الأوراق الماليَّة.

كذلك الأمر عند المشرِّع الأردني؛ حيث تتولى الرقابة الخارجية للصندوق هيئة سوق الأوراق المالية الأردني.(٢)

أمَّا المشرِّع اللبناني، فقد أعطى مهمة الرقابة الخارجية على صندوق الاستثمار إلى وحدة الرقابة التي تنشأ من قبل مجلس هيئة الأسواق المالية(٣).

وعلى الصعيد الدولي، عنيت بعض اللجان المنبثقة عن بعض المنظمات الاقتصادية، والماليَّة الدولية بموضوع الرقابة على صناديق الاستثمار، وذلك نظراً لما لهذه الصناديق من نشاط في أسواق المال والبورصات الدولية، ومن بين هذه اللجان الدولية، لجنة الأسواق الماليَّة المنبثقة عن منظمة التعاون والتقدم الاقتصادي الأوروبي(٤).

---

(١) راجع الموقع الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، قسم الأسواق المالية:
http: //www.efsa.gov.eg/jtags/efsa-ar/index.jsp، تاريخ الزيارة:٢١-٩-٢٠١٤.

(٢) نصَّت المادة (١٥) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢على أنَّه:
أ- يخضع لرقابة الهيئة وإشرافها وفقا لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه كل من:
١- المصدرين.
٢- المرخص لهم.
٣- المعتمدين.
٤- السوق.
٥- المركز.
٦- صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار.

(٣) راجع: نص المادة (١٤) من قانون الأسواق المالية اللبناني رقم (١٦١) لسنة ٢٠١١.

(٤) نقصد بهذه المنظمة التعاون الاقتصادي الأوروبي، وهذه اللجنة المنبثقة عنها ترى أنَّه كلما تجاوز الاستثمار المشترك في الأوراق الماليَّة الحدود فإنَّه من المناسب توفير الضمانات المناسبة للجمهور المدخرين الراغبين في اكتساب الصكوك التي تصدرها صناديق الاستثمار في الدول الأعضاء في المنظمة المذكورة، سواء في الضمانات التي تتعلق بنشر المعلومات التي يصدرها صناديق الاستثمار أم في طرق الإدارة أم في تنسيق قواعد الرقابة التي تمارسها السلطات العامة الوطنية؛ للمزيد من التفاصيل راجع: منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية، مرجع سابق، ص١٧٧.

ويرى البعض[1] أنَّه بالنظر إلى عدم وجود سلطة سياسية فوق الدولية، يصعب القول بوجود جهة دولية تستطيع فرض هذه الحماية المتكافئة للادخار العام الذي تتلقاه صناديق الاستثمار على المستوى الدولي، وذلك نظراً لخضوع هذه الصناديق لإشراف ورقابة السلطة العامة في كل دولة على حدة، فالرقابة الخارجية التي تباشر على مستوى دولي، حسب الرأي نفسه لا تعدو أنْ تكون رقابة نظرية، ولا تصبح هذه الرقابة حقيقية إلاَّ إذا وجدت اتفاقيات دولية تخوِّل سلطة الرقابة الخارجية على هذه الصناديق إلى جهة دولية محدَّدة.

ويمكن القول: إنَّ بإمكان صناديق الاستثمار الدولية لعب دور أكبر في جمع المدخرات واستثمارها بالنظر إلى ما يُعرف في العالم اليوم بالثورة التكنولوجية، وخصوصاً تلك المتعلقة بالتجارة الإلكترونية.

الفرع الثاني: آليات الرقابة على صناديق الاستثمار

بالإضافة إلى ما تقدّم حول الرقابة الخارجية على الصندوق، فهي تمارس بعض آليات الرقابة وأهمها: رقابة وقائية على تأسيس الصندوق، ورقابة علاجية له بعد اكتمال إجراءات التأسيس، ولكل آلية من هذه الآليات من الرقابة، أهمية خاصة في ضبط نشاط الصندوق والحفاظ على حقوق المستثمرين؛ لذا، سوف نتناول الرقابة الوقائية على الصندوق في **(الفقرة الأولى)** والرقابة العلاجية عليه في **(الفقرة الثانية)**.

الفقرة الأولى: الرقابة الوقائية على صناديق الاستثمار

بالنظر إلى الدور الذي تحققه الرقابة الخارجية على صناديق الاستثمار، من توفير الأمن القانوني اللازم لتحقيق عائد آمن ومتزن ومستقر[2]؛ فإنَّه ينبغي تخويل جهة الإشراف سلطه رقابة وقائية، تضمن الحيلولية دون ابتزاز أموال الجمهور، وتمنع ظهور تنظيمات مالية لا تتوفر فيها الشروط التي يتطلبها القانون.

والقصد بالرقابة الوقائية هو ما يفرضه القانون من إجراءات ووسائل لغرض تأمين سيطرة أجهزة الدولة المختصة، وهيمنتها على تأسيس صناديق الاستثمار؛ وعليه، فإنَّ هذه الرقابة تشمل الإجراءات اللازمة لتأسيس شركة الصندوق، حتى تتمكَّن من القيام بنشاطها على الوجه القانوني[3].

---

(١) حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٥٨١.
(٢) نصير علي أحمد طاحون، مرجع سابق، ص٢٣.
(٣) محمد فتحي المسيري، صناديق الاستثمار والإدارة المحترفة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١، ص٨٩.

ففي فرنسا، تمارس لجان المراقبة (COB) سلطة الرقابة الوقائية على صناديق الاستثمار[1]، فتقوم بمراجعة عقود تأسيس صناديق الاستثمار، كما أنَّ الـ(COB) تختص بالعناية بحسن أداء أسواق الأوراق الماليَّة، ذلك أنَّ الإشراف على المعلومات التي تنشرها الشركات، من شأنه أن يؤمن حُسن أداء السوق، ويتم ذلك عن طريق التأكيد على تطبيق مبدأ الشفافية، والإفصاح؛ كما أنَّ هذه المهمة تشمل أيضاً، الإشراف على عمليات تداول البورصة[2].

أما في جمهورية مصر العربيَّة، فلا تنشأ صناديق الاستثمار إلاَّ بعد موافقة اللجنة المختصة في الهيئة الماليَّة[3]. ولا يجوز لهذه الصناديق مزاولة أعمالها، إلاَّ بعد الحصول على الترخيص من قِبَل رئيس الهيئة[4]. كذلك يختص مجلس إدارة الهيئة بالترخيص للصندوق في التعامل على القِيَم الماليَّة المنقولة الأخرى بخلاف الأوراق الماليَّة. وقد يكون الترخيص متعلقاً بالصندوق نفسه، بأجهزة إدارة الصندوق وذلك كما يلي:

---

(١) في الولايات المتحدة الأميركية يقوم بالرقابة السابقة على الصندوق مجلس البورصات؛ بحيث لا يجوز مباشرة الصناديق نشاطها في سائر الولايات المتحدة، إلاَّ بقيدها لدى لجنة الأوراق الماليَّة، أما في انجلترا فتباشر وزارة التجارة والصناعة رقابتها على صندوق الاستثمار من خلال اطلاعها على مستندات إنشاء هذه الصناديق، للمزيد من التفاصيل ينظر: حسني المصري، صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص٥٨٤.

(٢) انشئت لجنة عمليات البورصة بالقانون رقم (٨٣٠) الصادر في ٢٨ كانون الأوَّل/ديسمبر ١٩٦٧ وقد قدَّم هذا القانون من لجنة سوق الأسهم الأميركية، ويتم إنشاء هذه اللجنة من أجل معالجة الفساد الذي نجم عن وقوع الأزمة الاقتصادية في فترة ما بين ١٩٢٩ إلى ١٩٣٤، حيث حلت هذه اللجنة محل لجنة البورصات المنشأة بالقانون الصادر في ١٤ شباط/فبراير ١٩٤٢، ويدخل في اختصاصات هذه اللجنة العديد من الاختصاصات، حتى تلك المعدلة بسلطة العقاب، للمزيد من التفاصيل ينظر موقع بورصة فرنسا: www.boursefrance.com تاريخ الزيارة: ٢٠١٤ -٩-٢٣.

(٣) نصَّت المادة (٤٣) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنْ: "تتولى الهيئة – فضلاً عن الاختصاصات المقرر لها في أي تشريع آخر – تطبيق أحكام هذه القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولها إبرام التصرفات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص:

١-تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ويجب اخذ رأي الهيئة في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال.

٢-تنظيم أو الاشراف على دورات تدريبية للعاملين في سوق رأي المال أو الراغبين في العمل به.

٣-الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها.

٤-مراقبه سوق رأس المال للتأكد ان التعامل يتم على الأوراق المالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الاحتيال، أو الاستغلال، أو المضاربات الوهمية.

٥-اتخاذ ما يلزم من اجراءات لمتابعه تنفيذ أحكام هذه القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له".

(٤) محمود مصطفى حسن محمد، مرجع سابق، ص١٧١.

التراخيص المتعلقة بالصندوق نفسه:

- الترخيص بتأسيس الصندوق ومزاولة نشاطه، إذ يقدم الطلب في القوانين محل الدراسة إلى جهة الرقابة الخارجية التي تقوم بفحص بياناته ومرفقاته والتأكد من موافقته لأحكام القانون، ومن ثم تصدر الترخيص بأنشاء الصندوق.(١)
- تختص الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية بفحص نشرة الاكتتاب ولا يمكن طرح وحدات الاستثمار على الاكتتاب العام قبل موافقة الهيئة على النشر، حيث يقدمها مدير الاستثمار للهيئة التي تقوم بتدقيق محتوياتها، والتي يجب أنْ تكون مطابقة للنموذج الموضوع من قبل الهيئة ومستوفية للشروط القانونية(٢).

أما بالنسبة للتراخيص المتعلقة بإدارة الصندوق فهي:

- الترخيص لمدير الاستثمار؛ حيث يشترط قيده لدى هيئة الأوراق المالية، ومن ثم يمكن للشركة المؤسسة للصندوق التعاقد معه للإدارة الفنية للصندوق، فالقانون المصري اشترط أنْ يكون مدير الاستثمار شركة مساهمة(٣). كما تختص الهيئة بفحص عقد الإدارة المبرم بين الشركة المؤسسة ومدير الاستثمار، والتأكد من تحقيقه للشروط القانونية، وذلك حماية لحقوق المستثمرين في الصندوق(٤).
- الترخيص لمدقق الحسابات، وقد سمح المشرِّع المصري أنْ يتولى مهمة مدقق حسابات الصندوق أي شخص طبيعي، واشترط قيدة لدى الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية التي تشرف على نشاط مدقق الحسابات المقيد لديها(٥).

وعليه، يمكن القول إنَّ جهة الرقابة الخارجية هي المسؤوله عن منح التراخيص اللازمة لقيام صندوق الاستثمار وجهة الإدارة، ولا يتوقف دور الهيئة على الرقابة بمنح التراخيص، وإنما يستمر هذا الدور في مراقبة وضبط نشاط كل جهة تتولى الترخيص، إلاَّ أنَّ نوع الرقابة يختلف، ففي منح التراخيص تكون الرقابة الوقائية، اما مراقبة النشاط بعد التأسيس فهي من مهام الرقابة العلاجية التي تقوم بفحص التصرف بعد القيام به.

---

(١) كمال طلبة متواني سلامة، صناديق الاستثمار في الميزان، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١، ص٣٠٧

(٢) نصت المادة (١٥٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه: " يقدم صندوق الاستثمار نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار إلى الهيئة لآعتمادها."

(٣) يراجع: نص المادة (١٦٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة١٩٩٢.

(٤) محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٩، ص٤٠٦.

(٥) يراجع: نص المادة (٤٠) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

الفقرة الثانية: الرقابة العلاجية للصندوق

يهدف هذا النوع من الرقابة إلى تحقيق سلامة نشاط صناديق الاستثمار، وغالباً ما تكون هذه الرقابة لاحقة على تأسيس صندوق الاستثمار، على عكس الرقابة الوقائية، وذلك للتحقق من سلامة نشاط الصندوق واتفاقه مع أحكام القوانين واللوائح ونظم الإدارة؛ وبالتالي، من الضروري وجود رقابة لاحقة لتقويم ذلك النشاط، وإصلاح أوجه الخلل فيه.

وبذكر مواقف التشريعات عن مدى صلاحية سلطة الإشراف أو الرقابة على هذه الصناديق وتوقيع الجزاءات عليها، نجد أنَّ المشرِّع الفرنسي قد أعطى هذه السلطة للجان المراقبة الـ(COB) التي تملك الحق في سحب الموافقة على مباشرة صناديق الاستثمار لنشاطاتها إذا انحرفت هذه الصناديق عن غرضها وسببت خطأ جسيماً؛ وبالتالي، تعمل لجنة الـ(COB) على التحقق والتأكد من احترام الصندوق للترخيص الصادر بتأسيسه، أو مباشرة نشاطه، أو التحقق مما إذا كان قد أخلَّ بالالتزامات العقدية والقانونية، ويعتبر قرار لجنة الـCOB في هذه الحالة، نتيجة طبيعية للسلطة الممنوحة لها. علماً أنَّه قرار إداري ولا يعد قراراً قضائياً؛ وبالتالي، لا تسري بشأنه الأحكام الخاصة بإجراءات الخبراء للجنة عمليات البورصة، كما أنَّ للجنة الـ(COB) سلطة إجبار الصندوق على تقديم التأمينات لضمان حقوق الشركاء إذا رأت أنَّ هذه الحقوق معرضة للمخاطر، كما أنَّ لهذه اللجنة ملفات عديدة، تتعلق بالتحقيق والإنذار وتوقيع الجزاءات[١].

وفي مصر، يتولى سلطة الإشراف على صناديق الاستثمار، مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، كما أنَّه يجوز للهيئة وبقرار من وزير الاقتصاد والتجارة، بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إدارة فروع ومكاتب لها داخل وخارج البلاد بهدف تنظيم سوق المال وتنميته، ومراقبة حسن قيام السوق بوظائفه وتوجيه رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية الاقتصادية[٢].

وحسب نص المادة (٤٥) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، فإنَّ للهيئة مجلس إدارة، يتكوَّن من: رئيس، ونائب للرئيس، ونائب لمحافظ البنك المركزي، وأربعة أعضاء من ذوي الخبرة، يتم تعيينهم وتحديد مكافآتهم لمدة سنتين قابلة للتجديد، بقرار من مجلس الوزراء، بناء على اقتراح وزير الاقتصاد.

وقد حدَّدت المادة (٤٣) من قانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال المصري، لائحة الاختصاص الممنوح لها، كما عهد المشرِّع المصري إلى مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية،

---

(١) نهال فتحي أحمد، مرجع سابق، ص١٢٥.

(٢) راجع نص المادة ٤٢ من قانون سوق الأوراق المالية المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

سلطة وضع قواعد التفتيش والرقابة على الشركات الخاضعة لأحكام قانون سوق المال، علماً أنَّها لا تجيز التعامل في غير مجالات الاستثمار المخصَّصة لها، إلاَّ بترخيص من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، وفي حدود نسبة الاستثمار التي تقررها.

ويتمثل دور الهيئة، بفحص التقارير وأهمها: تقرير مدير الاستثمار؛ حيث ألزم المشرِّع المصري مدير الاستثمار بإرسال تقارير إلى الهيئة العامة للرقابة المالية عن كل حالة طارئة قد تؤثر في نتائج الصندوق، وهذا ما نصت عليه المادة (١٥٧) من اللائحة التنفيذية. هذا بالإضافة إلى التقرير المالي الذي يقدمه مدقق حسابات الصندوق إلى الهيئة، بما يمكنها الاطلاع على التفاصيل المالية للصندوق، والتأكد من سلامة موقفه المالي[١].

كما أنَّ الهيئة تقوم بإجراء تفتيش دوري، على كل شركة من الشركات المرخَّص لها بمزاولة أي نشاط من الأنشطة المتعلقة بمجالات الأوراق الماليَّة المرخص لها من الهيئة، وذلك مرة – على الأقل – كل سنة، بهدف التحقق من مدى التزام تلك الشركات بأحكام القوانين واللوائح والضوابط الصادرة من جهات الاختصاص، كما تقوم الهيئة بإجراء تفتيش غير دوري على هذه الشركات، متى وجدت أنَّ هناك أسباباً تستدعي ذلك[٢].

وانطلاقاً مما سبق، يتبيَّن أنَّ المشرِّع المصري اتَّجه كنظيره الفرنسي في ما يخص الجهة التي تتولى الرقابة على صناديق الاستثمار، وهي جهة إدارية متخصصة في سوق الأوراق الماليَّة.

أما بالنسبة لسلطة الرقابة الخارجية في فرض العقوبات، فتقوم الجهة المختصه بالرقابة الخارجية بممارسة دورها في الرقابة على صناديق الاستثمار للتأكد من التزام الصناديق بأحكام القانون من خلال الوسائل التي يمنحها القانون لها بمباشرة هذا الدور، وفي حال اكتشافها أي مخالفة لأحكام القانون، فإنَّها تملك سلطات واسعة لمنع انحراف الصندوق عن الغرض المقصود منه، عبر فرض العقوبات عليه، وهذه العقوبات تختلف، حسب المخالفة، ويمكن تقسيمها إلى عقوبات بسيطة، وعقوبات شديدة:

---

(١) راجع نص المادة (١٦٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) يقوم بتنفيذ التفتيش مجموعة من العاملين المخولين صفة الضابطة القضائية المبنية وظائفهم بقرار من وزير العدل، كما يجوز لهم الاستعانة بأهل الخبرة والإداريين لتنفيذ التفتيش الدوري، حيث يعتمده رئيس الهيئة، كما يجوز التفتيش غير الدوري بموافقة رئيس الهيئة، وبعد ذلك ترفع مجموعة التفتيش تقريراً إلى رئيس القطاع المختص يتناول بصفة أساسية النتائج التي أسفر عنها التفتيش مع إيضاح الوقائع التي أدت إلى هذه النتائج التي تكشفت عن مخالفات وملاحظات وتوصيات بشأنها، ويقرر رئيس الهيئة اتخاذ القرار المناسب في ضوء ما تسفر عنه النتائج. راجع قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥ لسنة ١٩٩٥ بتاريخ ٢٨-٢-١٩٩٥.

أوَّلاً: العقوبات البسيطة:

يُقصد بالعقوبات البسيطة تلك العقوبات التي تفرض على الصندوق، ولا تتسبب بتوقف نشاطه، وتتمثل هذه العقوبات بالتنبيه والإنذار، وتقديم التأمين، وفرض الغرامات المالية:

١- التنبيه والإنذار:

يُقصد بالتنبيه لفت نظر الصندوق أو أحد أجهزته (مدير الاستثمار، أمين الإستثمار)، إلى ضرورة الالتزام بأحكام القانون وبالتعليمات والأنظمه الصادرة بموجبه، أما الإنذار فهو مشابه للتنبيه ولكنه يصدر بعد التنبيه، أو في حال كانت المخالفة أشد من أنْ يوجه فيها التنبيه، ويهدف كل من التنبيه والإنذار إلى الحفاظ على استقرار الأسواق المالية، ومصالح المستثمرين في الصندوق، وقد يوجه من قبل الهيئة من تلقاء نفسها، أو نتيجة شكاوى المستثمرين في الصندوق؛ حيث يمنح المشرِّع المصري الحق للهيئة العامة للرقابة المالية بتوجيه التنبيه والإنذار إلى الصندوق في حال ارتكابه مخالفة بسيطة، أو إذا وجدت مؤشرات تدل على إهمال الصندوق أو أحد أجهزته[١].

أما المشرِّع اللبناني، فقد اشترط تشكيل لجنه خاصة للعقوبات بالاتفاق مع مجلس هيئة الأسواق المالية، ولهذه اللجنة الحق في فرض التنبيه متى ما رأت وجود مخالفة في تطبيق أحكام القانون[٢].

---

(١) نصت الفقرة (أ) من المادة (٣١) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.على أنَّه: "لمجلس إدارة الهيئة إذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها ان يتخذ ما يراه من التدابير الأتية

أ- توجيه التنبيه إلى الشركة."

(٢) نصت الفقرة (٢) من المادة (٢٠) من قانون الأسواق المالية اللبناني رقم (١٦١) لسنة ٢٠١١ على أنَّه: " بعد التثبت من حصول المخالفة:

أ- تتخذ "لجنة العقوبات" إحدى العقوبات الإدارية التالية بموجب قرار معلل:

- **التنبيه.**
- **تعليق العمل لمدة شهر على الاكثر بالأدوات المالية المدرجة لمصدر مدرج أو التداول بأدوات مالية متداول بها.**
- **منع المخالف من القيام ببعض أو بكل العمليات أو الخدمات لمدة شهر على الأكثر.**

ب- كما يمكن "للجنة العقوبات":

- **الاقتراح على "المجلس" بسحب أي صك أو أداة مالية من التداول بشكل نهائي.**
- **الاقتراح على "المجلس" بسحب الترخيص الممنوح بموجب هذا القانون.**
- **الاقتراح على المجلس عزل كل أو بعض القائمين بإدارة المؤسسات المشار اليها في البند (١) من هذه المادة ويكون قرار المجلس في هذا الشأن ملزماً للمؤسسات المعنية."**

٢- تقديم التأمين

كما سبق وذكرنا إنَّ من شروط مدير الاستثمار، ووفقاً للمشرع المصري – تقديم التأمين المطلوب كضمان لحقوق المستثمرين في حال تعرض الصندوق للخطر، بسبب انحراف الصندوق عن مساره القانوني، وبالإضافة إلى هذا التأمين منح المشرِّع المصري الهيئة العامة للرقابة المالية، حق مطالبة الصندوق بتأمين إضافي في حال رأت الهيئة أن التأمين المقدَّم من الصندوق لا يغطي الأخطار المحتملة بسبب مخاالفته لأحكام القانون والنظام الأساسي للصندوق [١].

٣- فرض الغرامات المالية:

منح المشرِّع المصري لهئية الرقابه المالية الحق بفرض غرامات مالية على الصندوق أو احد اجهزته عند مخالفته للاحكام القانونية.

اما المشرِّع اللبناني فأعطى لجنة العقوبات الحق في فرض الغرامات وتحديد الحد الأعلى والحد الأدنى من هذه الغرامات على أنْ تأخذ اللجنة بعين الاعتبار أهمية المخالفة المرتكبة، وهذا ما جاء في البند (ب) من الفقرة (٢) من المادة (٢٠) من قانون الأسواق المالية اللبنانية رقم (١٦١) لسنة ٢٠١١.

أما المشرِّع الأردني، فقد منح الحق في فرض الغرامات المالية لمجلس هيئة الأوراق المالية، وقد حدَّد الحد الأعلى بخمسين ألف دينار أردني في كل من يخالف أحكام قانون سوق الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) سنة ٢٠٠٢، وهذا ما جاء في الفقرة (أ) من المادة (٢٢) من القانون نفسه.

ثانياً: العقوبات الشديدة

يُقصد بالعقوبات الشديدة تلك التي تفرض على صندوق الاستثمار وتسبِّب تغييراً في نظامه أو توقف نشاطه. وتتمثل هذه العقوبات بحل الصندوق ومنعه من مزاولة نشاطه الاستثماري، وقد يكون المنع من مزاولة النشاط مؤقتاً أو دائماً، وفي حال المنع الدائم يتم سحب الترخيص بإنشاء صندوق الاستثمار.

١- المنع المؤقت:

هو منع مزاولة نشاط الصندوق لمدة محدودة من الزمن، وبعد انتهاء هذه المدة يمكن للصندوق أو

---

(١) نصت الفقرة (ب) من نص المادة (٣١) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه: "منع الشركة من مزاولة كل أو بعض الانشطه المرخص لها بمزاولتها."

للعامل لديه الذي صدر بحقه المنع العودة إلى ممارسة نشاطه السابق، وتختص الهيئة العامة للرقابة المالية – وفقاً للمشرع المصري – بمنع الصندوق من مزاولة نشاطه، وهذا ما جاء في الفقرة (ب) من المادة (٣١) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) سنة ١٩٩٢.

أمَّا المشرِّع اللبناني، فقد منح هذه السلطة للجنة العقوبات، وهذا ما جاء في الفقرة (٢) من المادة (٢٠) من قانون الأسواق المالية اللبناني رقم (١٦١) لسنة ٢٠١١.

٢- المنع الدائم:

وفقاً للمشرع المصري، تُمنح الهيئة العامة للرقابة المالية حق إيقاف نشاط الصندوق بشكل دائم، ويتم سحب الترخيص في حالة انتفاء الشروط المطلوبة المرخص له على أساسها، أو في حال انحرافه عن الغرض المقصود الذي أُسس من أجله أو أصبح وجوده يهدد الأسواق المالية أو مصالح المستثمرين[١].

(١) نصَّت المادة (٣٠) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنَّه: "يجوز وقف نشاط الشركة إذا خالفت أحكام هذا القانون أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذا له أو إذا فقدت أي شرط من شروط الترخيص ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التي يحددها رئيس الهيئة. ويصدر بالوقف قرار مسبب من رئيس الهيئة لمدة لا تجاوز ثلاثين يوما، ويحدد القرار ما يتخذ من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة أو تخطر به بكتاب موصى عليه مصحوب بعلم الوصول، ويعلن عن ذلك في صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتي الانتشار على نفقة الشركة. فإذا انتهت هذه المدة دون قيام الشركة بإزالة الأسباب التي تمَّ الوقف من أجلها، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص".

الخاتمة

تتَّضح لنا من خلال دراستنا موضوع التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار، أهمية هذه الصناديق، كونها تحلّ مشاكل الكثيرين من المدخرين الذين يسعون إلى تحقيق عائد آمن، ومتزن، ومستقر لمدخراتهم؛ هذا عدا عن أهمية هذه الصناديق الاقتصادية بالنسبة للاقتصاد الوطني وازدهاره.

كما تبيَّن لنا – من خلال هذه الدراسة – مدى الارتباط بين تطوُّر النظُم القانونية في المجتمعات وازدهار اقتصادها؛ حيث شهد العديد من الدول أساليب متنوعة في تناول الأموال، بشكل عام، والصكوك الماليَّة بشكل خاص، فبعد ازدهار الدول ذات النهج الرأسمالي، وكذلك الدول التي تتجه نحو اقتصاد السوق، أصبحت النظُم القانونية المُشار إليها تتبلور بشكل تشريعات متكاملة، تشجع على استثمار الأموال المُدخرة، والفائضة عن حاجة الأفراد في مشاريع إنتاجية، سواء بشكل مباشر، أم بشكل غير مباشر، وذلك عبر إيداعها في صناديق الاستثمار؛ وبالتالي، أخذت الأموال المعطلة والراكدة تجد طريقها نحو تحسين الاقتصاد؛ ويتضح ذلك من خلال تجارب بعض الدول، مثل: مصر، لبنان، والأردن، والتي أدَّى تحسين أسواق المال فيها إلى تحسين اقتصادها بشكل ملحوظ، وذلك بسبب وجود عدة مؤسسات تقوم باستثمار الأموال عن طريق سوق الأوراق الماليَّة، ومن بين هذه المؤسَّسات صناديق الاستثمار.

إذن، إنَّ صناديق الاستثمار تُعتبر من أهم الوسائل التي تقوم بتجميع الأموال عبر اقتناء مجموعة من الصكوك الماليَّة المختلفة، وتكوين محافظ للأوراق الماليَّة؛ ومن ثم، تقوم بجذب صغار المدخرين لوضع أموالهم التي كانت معطلة، في نطاق التداول؛ وبالتالي، شكل ذلك قوة اقتصادية للمدخر وللاقتصاد الوطني تمثَّلت بدخول أموال جديدة، فضلاً عما تكسبه من واردات؛ لذا، نجد أنَّ أغلب التشريعات كما في فرنسا، ومصر، ولبنان، والأردن، قامت بتنظيم هذه الصناديق من حيث شكلها القانوني، ومن ثمَّ تأسيسها وإدارتها والرقابة عليها وانقضائها.

أما في ما يخص المشرِّع العراقي، فقد كان اتجاهه بعد عام ٢٠٠٣ إلى إصدار العديد من التشريعات الماليَّة والمصرفية، وتعديل قانون الشركات، وكذلك قانون الاستثمار رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦ إلاَّ أنَّ هذه القوانين لم تشر – لا بشكل صريح، ولا حتى ضمني – إلى تنظيم صناديق الاستثمار؛ لذا، لم نلاحظ وجوداً لهذه الصناديق بشكل فعلي في العراق.

وبعد أنْ انتهينا من دراسة الموضوع (التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار في القانون المقارن) توصلنا إلى جملة من النتائج والمقترحات، لعلَّ من أهمها:

أوَّلاً: النتائج

١- اهتمت بعض الدراسات القانونية بتعريف صناديق الاستثمار، وبتوضيح أحكامها وخصائصها، ومدى تمتّعها بالشخصية المعنوية؛ حيث إنَّ كلاً من المشرِّع الفرنسي والمصري واللبناني، لم يمنح الشخصية المعنوية لهذه الصناديق، وذلك على خلاف المشرِّع الأردني، الذي منحها الشخصية المعنوية؛ وبالتالي، يحق لصناديق الاستثمار - وفقاً للتشريع الأردني - التعاقد بهدف تعيين مدير الاستثمار، وكذلك حق التقاضي أمام القضاء، وغيرهما من الحقوق والالتزامات الممنوحة لمن يملك الشخصية المعنوية.

٢- اختلف الباحثون على تحديد المكان والزمان اللذين شهدا بداية ظهور صناديق الاستثمار، إلا أنّهم ذهبوا - بالإجماع - إلى اعتبار أنَّ الدول الغربية هي السبّاقة في مجال تأسيس البورصات، ومن ثم تأسيس صناديق الاستثمار. أمّا بالنسبة للدول العربية، فقد كانت المملكة العربية السعودية، هي الأسبق في خوض هذه التجربة، وذلك في سنة ١٩٧٩، وإن لم تُصدر القواعد التي تنظم عمل صناديق الاستثمار السعودية، إلا مع بداية سنة ١٩٩٣.

٣- هناك عدة أنواع من صناديق الاستثمار، تختلف باختلاف حاجات وأهداف ورغبات المستثمرين، وكذلك تختلف أنواع الصناديق وأهدافها باختلاف الأسواق التي تدار فيها، ولكن مهما تنوعت وتعددت فهي تندرج تحت نوعين أساسيين من الصناديق، هما:

- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة التي تُنشئها شركات التأمين أو البنوك.

- صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة والتي تُنشئها الشركات المساهمة.

٤- لقد ركزنا على التجربة المصرية في مجال صناديق الاستثمار، بالإضافة إلى التجربة اللبنانية، والتجربة الأردنية، وكذلك الإطار القانوني الذي يحكم عمل صناديق الاستثمار وفق تشريعات هذه الدول. وقد وجدنا أنَّ المشرِّع المصري حصر عمل الوساطة في الأوراق الماليَّة بشركات متخصصة في هذا المجال، نص عليها قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، وكذلك الأمر عند المشرِّع اللبناني الذي نظَّم عمل الوساطة في الأوراق المالية من خلال قانون رقم ٧٠٦ لسنة ٢٠٠٢ المتعلق بهيئات الاستثمار الجَمَاعي والقيم المنقولة وسائر الأوراق المالية. وأيضاً، إنّ المشرِّع الأردني نظَّمها بموجب قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢. وعلى الرغم من أن التشريع العراقي قد انفرد بمنح هذا الاختصاص (الوساطة الماليَّة) لشركة الاستثمار المالي، إلاَّ أنَّه أغفل تماماً الجوانب

التنظيمية لصناديق الاستثمار، ولذلك، نرى أنَّه يمكن الاستفادة من هذه الدراسة في الوقوف على تجارب هذه الدول من الناحية التشريعية على وجه الخصوص.

٥- تتخذ الشركة المؤسسة للصندوق شكل شركة مساهمة أو شركة تأمين أو بنك، وفقاً للتشريع الفرنسي والمصري، أما بالنسبة للتشريع الأردني، فصناديق الاستثمار هي التي تأخذ شكل شركة مساهمة أو تأمين أو بنك على اعتبار امتلاك هذه الصناديق الشخصية المعنوية. أما المشرِّع اللبناني، فلم يحدِّد الشكل القانوني الذي تتخذه الشركة المؤسسة.

٦- تحقِّق صناديق الاستثمار العديد من المزايا، سواءً بالنسبة للمستثمرين أو بالنسبة للاقتصاد الوطني؛ إذ تحرص الإدارة القائمة على نشاط احتياجاتهم، وذلك بالمحافظة على رأس المال وتنميته، وتحقيق دخل دوري، وزيادته إلى أقصى حد ممكن. أما على مستوى الاقتصاد الوطني، فإنها تساهم في تنشيط حركة أسواق رأس المال وحماية المدخرات الوطنية، ومنع تسربها للاستثمار في الخارج، وتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات المختلفة، بهدف خدمة الاقتصاد الوطني.

٧- إن لمدير الاستثمار دوراً كبيراً في الإدارة الفنية لصناديق الاستثمار؛ إذ يرجع نجاح أداء صناديق الاستثمار إلى مهارته وخبرته، وقد أحسن المشرِّع المصري في تنظيم صناديق الاستثمار في مصر وذلك لأنَّه حدَّد شروط جهة الإدارة في اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ بشكل تفصيلي، أما المشرِّع اللبناني فقد ترك أمر تحديد بعض الشروط الواجب توافرها في مدير الاستثمار لمصرف لبنان المركزي. وكذلك الأمر بالنسبة للمشرِّع الأردني؛ الذي أوكل تحديد شروط مدير الاستثمار إلى مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

٨- تودع الأموال المستثمرة لدى جهة مستقلة، تتمثَّل في جهة أمين الاستثمار التي تقوم بالحيازة القانونية والمادية على هذه الأموال. ويستلزم أنْ تكون هذه الجهة بنكاً، وهو غالباً ما يقوم بدور المراقب على هذه الصناديق.

٩- إنَّ المستثمر في صناديق الاستثمار لا يملك أي سلطة إدارية أو رقابية، ويقتصر دوره على اختيار الصندوق المناسب لأهدافه من بين أنواع صناديق الاستثمار.

١٠- قد تنحرف صناديق الاستثمار عن أهدافها، إما عمداً، أو من دون قصد، والخاسر الوحيد من هذا الانحراف هو المستثمر. وللحدِّ من هذا الانحراف، عمل كل تشريع على إيجاد شكلٍ من

الرقابة على صناديق الاستثمار، ما أدى إلى وجود عدة أشكال للرقابة عليها، كالرقابة التي تكون من داخل الصندوق، والرقابة التي تكون من خارجه، وعادة ما تقوم بالرقابة – بشكل عام – هيئة عامة مختصة بسوق الأوراق الماليَّة.

المقترحات

١- ضرورة الإسراع بإصدار تشريع خاص لصناديق الاستثمار في العراق، وتشجيع التعامل بهذه الصناديق مع ضرورة متابعة هذا النشاط، ومراقبته من قِبَل البنك المركزي العراقي..

٢- التعاون بين المؤسَّسات الماليَّة والقانونية، وخاصة **البنك المركزي العراقي** في استصدار قانون خاص بصناديق الاستثمار، لا يتعارض مع القوانين الأخرى، مثل: قانون المصارف، وقانون الاستثمار، وذلك للبدء مباشرة بمزاولة هذا النشاط، وهذا بعد التعرّف على تجارب الدول العربيَّة في صناديق الاستثمار، والاستفادة منها من خلال الاطلاع على القوانين والأنظمة، لاختيار ما يناسب منها الوضع الحالي للعراق.

٣- دعم **الدولة** للمؤسسات الماليَّة المختلفة، من النواحي الماليَّة والبشرية، ومساعدتها في تطوير ذاتها، واستثمار إمكانات الدولة التخطيطية والتنظيمية، وغيرها في دعم تلك المؤسَّسات الفنية.

٥- إعادة النظر في هكيلية النظام المصرفي العراقي، تشريعياً ومؤسساتياً، وتعميق دور المصارف العراقية، كأمناء استثمار، من أجل مشاركتها في تحسين اقتصاد البلد، مع دراسة إمكانية تأسيس مصارف استثمارية، تتولى القيام بنشاطات الاستثمار المالي المباشر وغير المباشر، وليس عيباً إذا اقتبس المشرِّع العراقي من بعض التجارب القانونية بهذا الشأن، كالتجربة المصرية، والتجربة اللبنانية، والتجربة الأردنية.

٦- نأمل من المشرِّع العراقي وضع نموذج لعقد إدارة صناديق الاستثمار، في الاستثمارات المباشرة والاستثمارات غير المباشرة، والنص عليها في قانون محدَّد، أو وضعها في تعليمات قانونية، كما هو معمول به في الكثير من الدول.

٧- نأمل من هيئات الاستثمار والهيئات الماليَّة العراقية نشر التوعية في المجال الاستثماري، من خلال عمل برامج تثقيفية للعاملين في الاستثمارات في مجال الأسواق الماليَّة، وفي الاستثمارات الحقيقية المباشرة، تركز على أهميَّة التطبيق الأمثل للقوانين والتشريعات التي تنظم سوق المال،

والوقوف على أوضاع المضاربين، والمدخرين، من أجل تقديم كل أشكال الدعم والمساعدة لضمان تحقيق نسب نمو مستمرة.

٨- يفضل أنْ يكون السند القانوني لقيام المصارف بإنشاء صندوق استثمار خاص، أو مشترك، من دون حدود لرأس المال أو لنسبة المساهمة، ويمكن أنْ يتخذ الصندوق شكل شركة مساهمة خاصة، تؤسس وفق قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧، وتطرح أسهمها من وحدات رأس المال بفئاتها المختلفة للجمهور ولدوائر الدولة، كما أنَّ إنشاء هذا الصندوق لا يمنع من قيام المصارف من خلال مكتب بيع وشراء الأوراق الماليَّة من ممارسة عملها المعتاد في سوق العراق للأوراق الماليَّة، وهناك أدوات استثمار متنوعة ومتوفرة – حاليًا– في سوق العراق للأوراق الماليَّة، كما أنَّ هناك أدوات استثمار، يمكن طرحها مستقبلاً في هذا الصندوق، كشهادات الإيداع، أو أدوات وسندات الاستثمار التي تطرحها المصارف الإسلامية العاملة في العراق، بما فيها عمليات شراء وبيع المعادن الثمينة، لتوسيع عمل الصندوق في المستقبل القريب وتطويره.

٩- نأمل من المشرِّع اللبناني وضع الشروط الواجب توافرها لمدير الاستثمار، وبيان حقوقه والتزاماته بشكل صريح، لأنَّ هذه المهمة منوطة بمصرف لبنان المركزي، ويعتبر ذلك ثغرة يجب العمل على تجاوزها بأسرع وقت ممكن.

المراجع

- **المصادر**

١- الزمخشري أبو القاسم محمود بن عمر بن محمد، أساس البلاغة، دار صادر، بيروت، ١٩٧٩.

٢- شمس الدين السرخسي، المبسوط، دار المعرفة، بيروت، ١٩٨٦.

- **المراجع**

أولاً: الكتب:

أ- المراجع العامة:

١- إدوارد عيد، الشركات التجارية، مطبعة نجوى، بيروت، ١٩٧٠.

٢- حسني المصري، شركات الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨١.

٣- حسني المصري، فكرة الترست وعقد الاستثمار في القيم المنقولة، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ١٩٨٣.

٤- حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصة العالمية، مؤسسة الطوبجي للتجارة والطباعة والنشر، القاهرة، ٢٠٠٤.

٥- خالد وهيب الراوي، الاستثمار، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ١٩٩٩

٦- رضا السيد، انهاء وكالة العقود وآثاره في قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٤.

٧- سميحة مصطفى القليوبي، الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣

٨- السيد متولي عبد القادر، الأسواق الماليَّة والنقدية في عالم متغير، الطبعه الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، ٢٠١٠.

٩- عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في القانون المدني، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨١.

١٠- عبد الفضيل محمد أحمد، توظيف الأموال، مكتب الجلاء للطباعة والنشر، المنصورة، ١٩٩١.

١١- عرفات إبراهيم التهامي، التشريعات الاقتصاديَّة، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠١.

١٢- عصام حنفي محمود، صكوك التمويل والاستثمار التي تصدرها الشركات المساهمة، الطبعه الأولى، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣.

١٣- علي إبراهيم الشديفات ومحمد عوض عبد الجواد، الاستثمار في البورصة، الطبعه الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦.

١٤- كمال محمد أبو سريع، الشركات التجارية، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٤

١٥- محمد اسماعيل عثمان حميد، أسواق المال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣.

١٦- محمد يوسف ياسين، البورصة، الطبعه الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٤.

١٧- مرتضى حسين أبراهيم السعدي، النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠١١.

١٨- مصطفى كمال طه، القانون التجاري، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٤.

١٩- مطر محمد، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٩

٢٠- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربيَّة، دار المصرية اللبنانية، القاهرة، ٢٠٠٧.

٢١- منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت الماليَّة، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤.

٢٢- نادية محمد معوض، الوسيط في القانون التجاري، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠٥.

٢٣- نادية محمد معوض، الشركات التجاريَّة، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠١.

ب- المراجع المتخصصة:

١- أسامة عبد المجيد العاني، صناديق الوقف الاستثماري، دار البشائر الإسلامية، بيروت، ٢٠١٠.

٢- أسامة عبد المنعم الخولي، المحاسبة في صناديق الاستثمار، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، ٢٠١٠.

٣- أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، الطبعة الثانية، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، ٢٠٠٦.

٤- حسني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي المقارن، مطبوعات جامعة الكويت، الكويت، ١٩٩٥.

٥- صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥.

٦- عبد الرحمن السيد قرمان، الجوانب القانونية في إدارة صناديق الاستثمار، ط٢، دار النهضة العربية، القاهر، من دون ذكر تاريخ.

٧- عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة،

.٢٠٠٤

٨- عبد الرحمن عبد العزيز النفسية، صناديق الاستثمار، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٩.

٩- عبد الغفار الحنفي، البورصات أسهم وسندات وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، القاهرة، ١٩٩٥.

١٠- عدنان الهندي ونظير يوسف ميخائيل وآخرون، المصارف العربيَّة وصناعة صناديق الاستثمار، اتحاد المصارف العربيَّة، بيروت، ١٩٩٥.

١١- عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١٠.

١٢- عصران جلال عصران، تقييم إدارة صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق الماليَّة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١٠.

١٣- علي فوزي إبراهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق الماليَّة، دار النهضة العربيَّة القاهرة، ٢٠٠٨.

١٤- كمال طلبة متواني سلامة، صناديق الاستثمار في الميزان، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١.

١٥- محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعه الأولى، اثراء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٢.

١٦- محمد فتحي المسيري، صناديق الاستثمار والإدارة المحترفة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ٢٠١.

١٧- منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ١٩٩٥.

١٨- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤.

١٩- مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثماريَّة، الطبعه الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٠.

٢٠- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٧.

٢١- نشأت عبد العزيز، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مؤسسة الأهرام، القاهرة، ١٩٩٤.

٢٢- نصر علي أحمد طاحون، إدارة محافظ الأوراق الماليَّة، دار النهضة العربيَّة، القاهرة، ٢٠٠٣.

٢٣- نهال فتحي أحمد، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، مطبوعات جامعة حلوان،

المنصورة، ٢٠٠٤.
٢٤- هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق الماليَّة لحساب الغير، الطبعه الأولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٤.

٢٥- هشام فضلي، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة، دار الفكر الجامعي، عمان، ٢٠٠٤

ثانياً: الرسائل والأطاريح:

١- بوفامة سميرة، شركات الاستثمار ذات الرأس مال المتغير، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة منتوري، الجزائر، ٢٠٠٥.
٢- حامد محسن جداح، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق الماليَّة في مصر وإمكانية إقامتها في العراق، رسالة ماجستيرمقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ٢٠٠٩.
٣- سعدية عويد عوني الصالحي، تحديد متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في العراق، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ٢٠١٠.
٤- سهام سوادي طعمة الطائي، النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية القانون، جامعة بغداد، ٢٠٠١.
٥- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع امكانية تطبيقها في الجزائر، اطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة الجزائر، ٢٠١٢.

٦- محمود مصطفى حسن محمد، النظام القانوني لعقد الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق، قسم القانون التجاري والبحري، جامعة القاهرة، ٢٠٠٢.
٧- نايف عبد العزيز حمد العنزي، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة الشرق الأوسط في عمان، الأردن، ٢٠١٢.
٨- وفاء سليمان شديد، دراسة مشاكل الإفصاح المتكرر في صناديق الاستثمار، رسالة ماجستير في قسم المحاسبة مقدمة إلى كلية التجارة، جامعة بيروت العربيَّة، بيروت، ٢٠٠٨.

ثالثاً: أبحاث منشورة:

١- صفية احمد ابو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية، المنعقد بكلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات، مجلد

الثالث، دبي، ٢٠٠٥.
٢- محمد علي القري، صناديق الاستثمار الإسلامية بحث مقدم إلى ندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المعاصرة والتي عقدت في الدار البيضاء المملكة المغربية ١٩٩٨.
٣- هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين، المنعقد بكلية التجارة الجامعة الإسلامية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، ٢٠٠٥.

رابعاً: المجلات والدوريات:

١- رابح راتب، صناديق الاستثمار في ظل سياسة الخصخصة، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، صادرة، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، السنة العاشرة، العدد الاول، ١٩٩٥.
٢- عاطف حسن النقلي، صناديق الاستثمار الواقع والتجربة المصرية، مجلة الحقوق للبحوث القانونيَّة والاقتصاديَّة، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الاول، ١٩٩٥.
٣- عبد الرحمن مرعي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سوريا (دراسة ميدانية)، مجلة جامعه دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد ٢٩، العدد الثالث، ٢٠١٣.
٤- محمد سعيد الدقاق، صناديق الاستثمار بين الواقع والتجربة المصرية، مجلة الحقوق للبحوث القانونيَّة والاقتصاديَّة، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد الثاني، ١٩٩٥.
٥- مجلة العدل، صادرة عن نقابة المحامين في بيروت، العدد الاول، ٢٠١١.
٦- مظهر محمد صالح، صناديق الثروة السيادية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، العدد ١٦، ٢٠٠٨.

خامساً: القوانين والقرارات:

١- قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.
٢- قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.
٣- القانون الفرنسي الصادر بتاريخ ٢٣ كانون الأول/ديسمبر بشأن تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة.
٤- القانون اللبناني رقم ٧٠٦ لسنة ٢٠٠٥ الخاص بهيئات الاستثمار الجماعي بالقيم المنقولة وسائر الادوات الماليَّة.

٥- قانون الأسواق المالية اللبناني رقم ١٦١ لسنة ٢٠١١.
٦- القانون المدني المصري.
٧- قانون الموجبات والعقود اللبناني.
٨- قانون رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٩٦ الخاص بتطوير الأسواق المالية والعقود الائتمانية اللبناني.
٩- قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
١٠- قرار صادر عن الدائرة المدنية لدى محمكه النقض المصرية، رقم القرار (١١٦٥٢) بتاريخ ٢٠١٢/٢/٢٣.
١١- قرار صادر عن الدائرة المدنية لدى محمكه النقض المصرية، رقم القرار (٤٥٢) بتاريخ ٢٧-٥-٢٠٠١.
١٢- قرار صادر عن الدائرة التجارية لدى محمكه النقض المصرية، رقم القرار(١٣٥٩٢) بتاريخ ٢٠-٢-٢٠١٣
١٣- قرار صادر عن الدائرة التجارية لدى محكمه النقض المصرية، رقم القرار (١٦١٨) بتاريخ ١٠-٧-٢٠١٢.
١٤- قرار صادر من محكمة الدرجة الأولى في جبل لبنان، الغرفة الثالثة، رقم القرار (٥٢١) بتاريخ ٣٢-١٢-٢٠١٠، منشور في مجلة العدل، العدد الأوَّل، ٢٠١١، ص٣٣٠.
١٥- قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥ لسنة ١٩٩٥ بتاريخ ٢٨-٢-١٩٩٥.
١٦- اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم، والشركات ذات المسؤولية المحدودة من القانون المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.
١٧- اللائحة التنفيذية لقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال المصري.
١٨- لجنة عمليات البورصة الفرنسية ١٨٩/٢.

سادساً: المواقع الإلكترونية:

1- http: //www.sebi.org/in الموقع الرسمي لبورصة الأوراق المالية الهندي
2- www.boursefrance.com. موقع بورصة فرنسا.
٣- قاعدة التشريعات العراقيَّة: http: //www. iraqld. Com.
٤- محكمة النقض المصرية: http: //www.cc.gov.eg.
٥- مقال منشور على الموقع الرسمي لجريدة الأهرام المصرية، قسم قضايا وآراء، العدد ٤٤١٠٦، ٢٠٠٧: http://www.ahram.org.eg/Archive/2007/9/9/OPIN3.HTM .
٦- مقال منشور على موقع بورصة سعيدة، نشرت فى ٤ نوفمبر ٢٠٠٩:
>http://kenanaonline.com/users/Al-borsa/posts/94911

٧- الموقع الإلكتروني الخاص بصناديق الاستثمار الأمريكية:
.https://www.americanfunds.com
٨- موقع الحكومة الفرنسية: http: //www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do%
٩- الموقع الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، قسم الأسواق المالية:
.http: //www.efsa.gov.eg/jtags/efsa-ar/index.jsp
١٠- موقع محكمة النقض المصرية الإلكتروني http: //www.cc.gov.eg/.
١١- موقع مكتبة الألوكة الإلكتروني:
.http: //www. alukah. net/library/0/34025/#ixzz2tnyrsAXj
١٢- راجع الموقع الأكتروني الخاص بمركز المالي الكويتي:
https://www.markaz.com/getmedia /

الفهرس